



医疗行业 2021 年中期展望： 站在高位的回顾和思考

- 1H21 板块轮动，价值回归：**1H2021 中国医药板块跑赢大盘，MSCI 中国医药指数涨 17%，同期 MSCI 中国基本持平。虽然医药整体市盈率相较 2020 年略有下降，但整体仍处于高位，部分反映了医药行业更高的增速和确定性。多数细分板块表现优异，估值低、增长稳定的板块如医药流通、中药和制药行业上半年实现价值回归，呼应大市板块轮动。医药流通、生物科技和制药为表现最好的 3 个细分板块，分别上涨 38%、35% 和 30%，互联网医疗则表现不佳，跌幅为 17%。
- 2H21 展望：**医疗行业整体估值已在高位，上升空间有限，我们建议下半年可关注制药和互联网医疗行业中估值低、基本面向好的标的；生物科技和医疗器械行业分化明显，可关注下半年有短期催化剂的公司。
 - 制药行业：集采影响逐渐转正，转型创新升级加速。**集采常态化，市场对降价幅度有预期，同时医保扩容利好积极创新转型的药企。行业处于历史市盈率低位，集采影响逐渐转向正面、转型创新享受高成长，在整体医药市场存在高估值和不确定性的情况下，制药行业是今年我们推荐配置的子行业。
 - 生物科技行业：中国创新药走向世界。**国际化程度高、研发管线丰富的公司继续受青睐，但下半年应关注会有短期催化剂的公司。
 - CRO 行业：行业向好，挖掘估值较低的公司。**由于行业增速高且确定性高，估值已在高位，未来上升空间相对有限，建议挖掘板块内估值较低，但增速较快的第二梯队的公司。
 - 互联网医疗行业：处方药占比已高达五成。**处方药外流趋势下，医药电商已成为一种医药流通渠道。目前主流医药电商平台处方药占比已达五成，长期看高增速将放缓，未来需加强“医疗”属性。
 - 医疗器械行业：集采阴影笼罩，关注蓝海市场。**虽然受到器械集采的负面影响，但分化明显，建议关注门槛高的蓝海市场，神经介入类、主动脉及外周介入产品。
 - 医疗服务行业：自费医疗服务市场空间广阔。**2020 年疫情低基数带来市场对于增速的期待，以及专科连锁医院带来的估值溢价，但目前估值已经处于历史高位。
- 首选标的云顶新耀、东曜药业和平安好医生。**我们的首选标的是云顶新耀 (1952.HK)、东曜药业 (1875.HK) 和平安好医生 (1833.HK)。生物科技公司云顶新耀和东曜药业主要看短期催化剂，下半年值得期待；平安好医生布局完整，长期看好。

朱倩岚

医疗分析师

vicky_zhu@spdbi.com
(852) 2808 6439

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

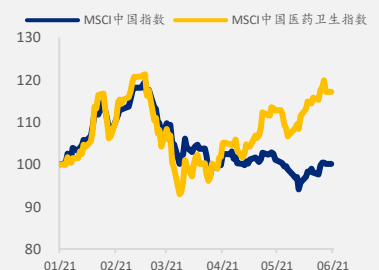
林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2021 年 06 月 04 日

年初至今行业指数表现



截至 2021 年 5 月 31 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

相关报告：

《[生物科技系列报告（一）：ADC 抗体偶联药物](#)》(2020-12-19)

《[互联网医疗行业：决胜时刻到来](#)》(2020-10-13)

《[CRO 行业恢复高速增长，长期看好](#)》(2020-07-24)

《[CRO/CDMO：后起之秀，前景可期](#)》(2020-04-22)

目录

2021 年上半年回顾	3
1H21 医药板块跑赢大盘	3
板块中多数子行业表现优异，呼应大市板块轮动	5
2021 年下半年展望	7
制药行业：集采影响逐渐转正，转型创新升级加速	9
生物科技行业：中国创新药走向世界	15
CRO/CDMO 行业：行业向好，挖掘估值较低的公司	20
互联网医疗行业：处方药占比已高达五成	22
医疗器械行业：集采阴影笼罩，关注蓝海市场	25
医疗服务行业：自费医疗服务市场空间广阔	27
医药流通行业：发力点在医疗器械和 DTP 药房	29
医疗行业覆盖公司	31
云顶新耀 (1952.HK)	33
东曜药业 (1875.HK)	34
荣昌生物 (9995.HK)	35
再鼎医药 (9688.HK)	36
康龙化成 (300759.CH/3759.HK)	37
药明康德 (603259.CH/2359.HK)	38
药明生物 (2269.HK)	39
平安好医生 (1833.HK)	40
阿里健康 (241.HK)	41

医疗行业 2021 年中期展望：站在高位的回顾和思考

2021 年上半年回顾

● 1H21 医药板块跑赢大盘

继 2020 年后，中国医药板块在 1H21 又一次跑赢大盘。从 2021 年 1-5 月（截止 2021 年 5 月 31 日）股价表现来看，中国医药板块整体跑赢大盘，MSCI 中国医药指数涨 17%，同期 MSCI 中国与年初基本持平。MSCI 中国医药指数在第二季度表现强劲，3 月 31 日到 5 月 31 日期间上涨约 15%，同期 MSCI 中国则微涨 0.3%。

图表 1: MSCI 中国指数 vs. MSCI 中国医药指数 (2021 YTD)



注：股价截至 2021 年 5 月 31 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 2: MSCI 中国指数 vs. MSCI 中国医药指数 (2020)

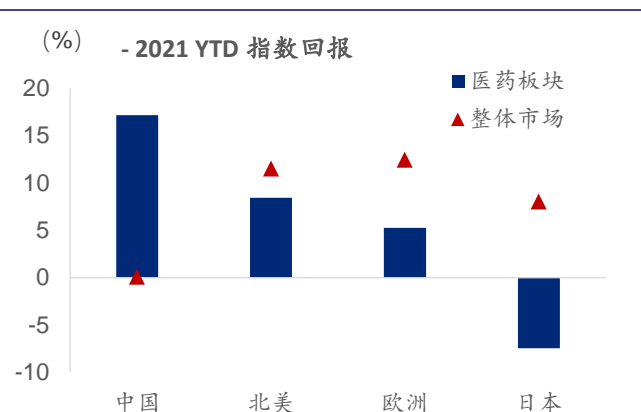


注：股价截至 2021 年 5 月 31 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

全球范围内看，今年 1-5 月北美、欧洲和日本医药板块回报率均低于整体市场，分别跑输大盘 3.1pcts、7.2pcts 和 15.5pcts。与全球其他地区相比，中国医药新冠疫苗研发公司和疫苗生产数量均处于全球前列，表现出中国医药企业的研发实力和生产能力，中国医药板块的景气程度由此可见一斑。

板块估值有所回调，但仍处于高位。虽经过 2 月中至 3 月初的股价回调，中国医药板块的市盈率相较 2020 年仍有所上升，整体处于高位，而同期中国股市整体估值基本持平。中国医药板块市盈率估值相较欧美日医药板块高，部分反映了中国医药行业较高增速，部分也因为未盈利公司拉低了盈利水平，推高市盈率水平。

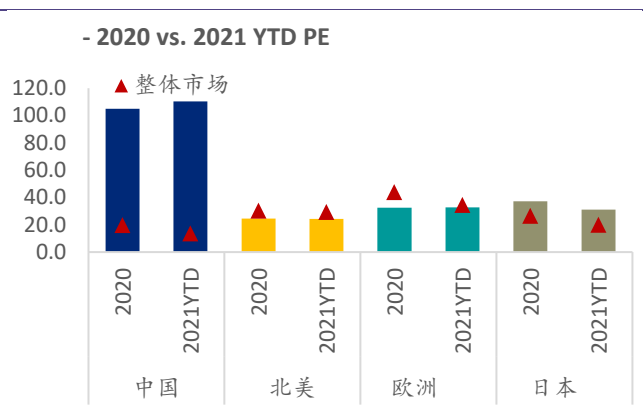
图表 3: 2021 年初以来全球医药板块指数回报均跑赢大市



注：医药板块指数表现分别为 MSCI 日本医药、MSCI 欧洲医药、MSCI 北美医药、MSCI 中国医药指数表现；整体市场指数表现分别为 MSCI 日本、MSCI 欧洲、MSCI 北美、MSCI 中国指数表现。股价截至 2021 年 5 月 31 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4: 全球医药板块 vs. 整体市场静态市盈率 (2020 vs. 2021 年至今)



注：医药板块 PE 分别指 MSCI 日本医药、MSCI 欧洲医药、MSCI 北美医药、MSCI 中国医药指数的 PE；整体市场 PE 分别为 MSCI 日本、MSCI 欧洲、MSCI 北美、MSCI 中国指数的 PE。股价截至 2021 年 5 月 31 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

根据 MSCI 公布数据，截至 2021 年 4 月 30 日，MSCI 中国医药股前十大权重股中，生物科技、互联网医疗未盈利（或刚扭亏平衡）公司占其中 5 家。前十大权重股占指数权重达 60.55%，而该比例在 MSCI 北美医药股指数中仅为 40.75%。头部企业强者恒强，但在市场扩容中，仍可寻求第二梯队中的投资机会。

图表 5: MSCI 中国医药指数前十大权重股

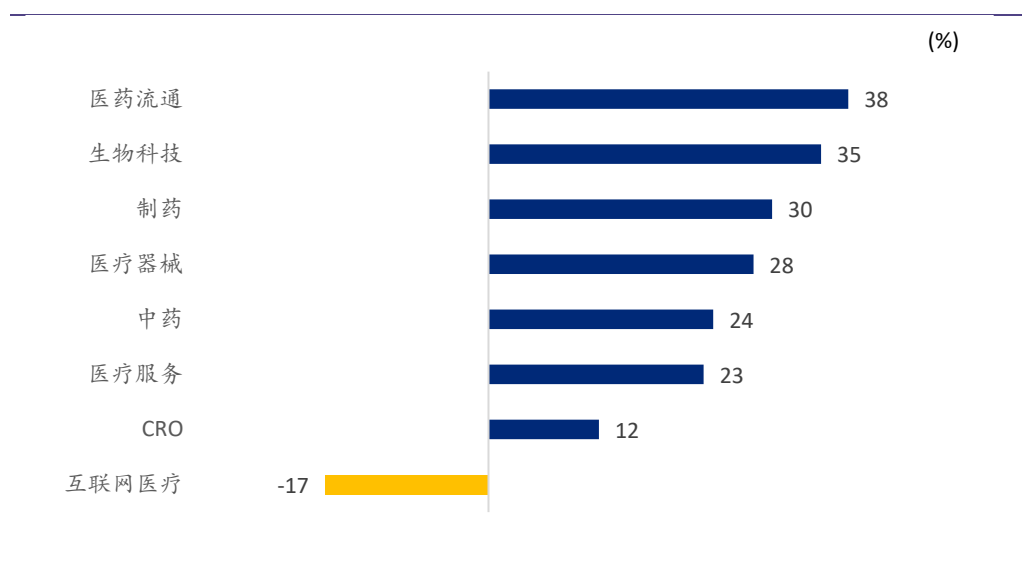
代码	股票	自有流通量调整市值 (十亿港币)	指数权重(%)	所属行业
2269 HK	药明生物	357.83	20.27	CRO/CDMO
6160 HK	百济神州	121.31	6.87	生物科技
9688 HK	再鼎医药	97.28	5.51	生物科技
241 HK	阿里健康	95.65	5.42	互联网医疗
1177 HK	中国生物制药	86.83	4.92	制药
1093 HK	石药集团	86.39	4.89	制药
1801 HK	信达生物	82.76	4.69	生物科技
2359 HK	药明康德	50.74	2.87	CRO/CDMO
1833 HK	平安好医生	46.98	2.66	互联网医疗
1066 HK	威高股份	43.33	2.45	医疗器械
总计		1,069.10	60.55	

资料来源：Bloomberg、公司数据、浦银国际；截至 2021 年 4 月 30 日 MSCI 公布数据

● 板块中多数子行业表现优异，呼应大市板块轮动

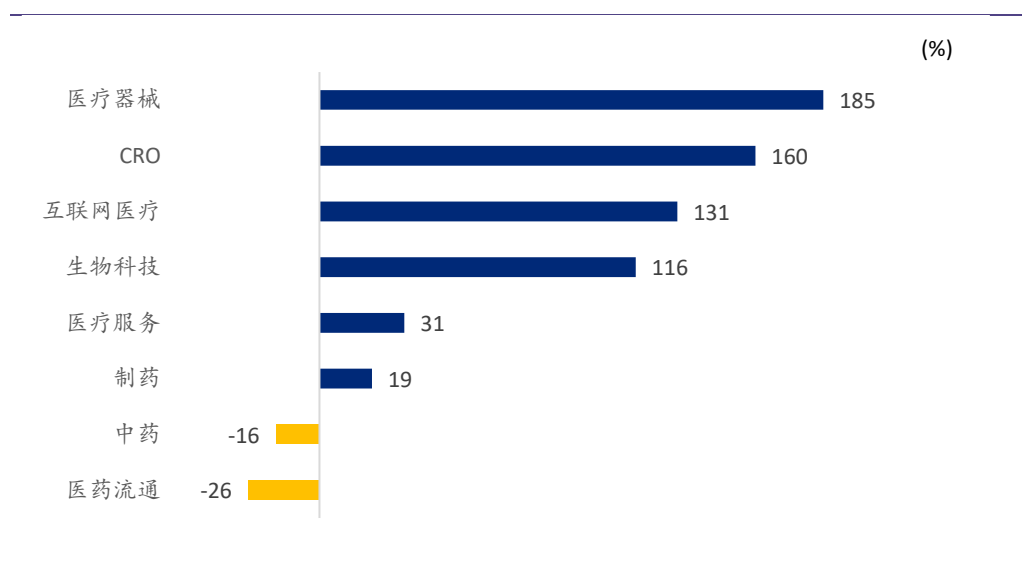
细分行业中，除互联网医疗有 17% 的跌幅外，多数子行业均于年内取得了不错的正收益。细分板块间的分化较去年相比明显缩小，呼应了大市的板块轮动。医疗行业中，估值低、增长稳定的板块，例如医药流通、中药和制药行业，由于去年估值偏低，在今年上半年实现了价值回归，分别实现 38%、24% 和 30% 的涨幅。生物科技板块实现 35% 的涨幅，但内部分化明显。医疗器械和医疗服务的股价也在今年 1-5 月分别增长 28% 和 23%。

图表 6: 2021 年 YTD 医药子行业股价表现 (%)



注：股价截至 2021 年 5 月 31 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

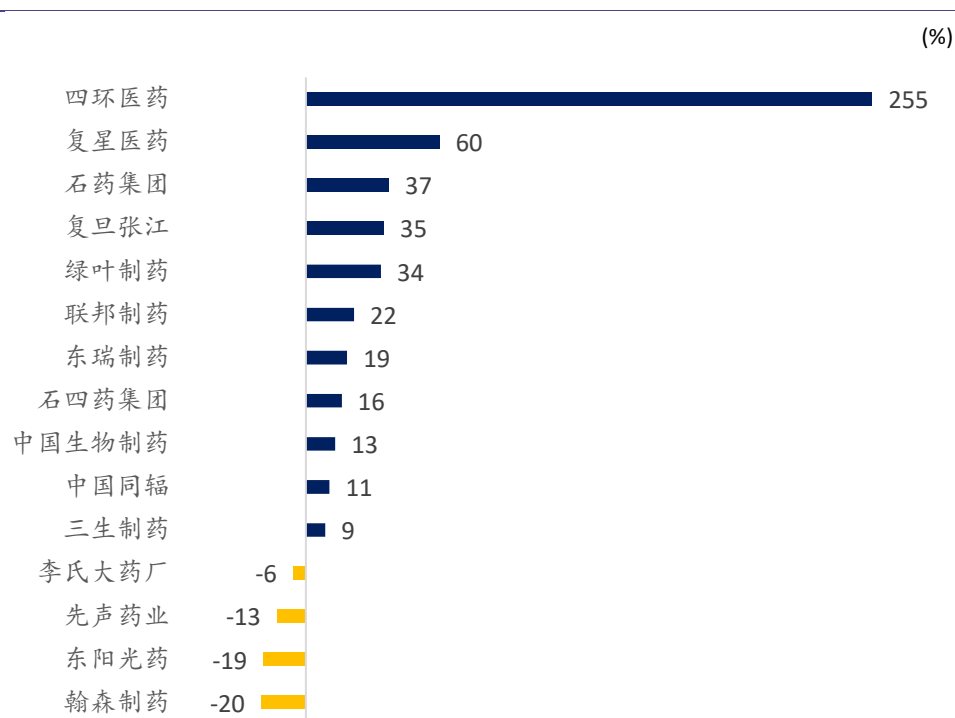
图表 7: 2020 年医药子行业股价表现 (%)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

细分板块内个股表现进一步分化。微观层面上，行业内不同公司的股价表现较为分化。除了医药行业政策的共性影响外，企业股价表现具体还取决于自身业绩和未来预期的催化剂。如进军医美领域的四环医药，年内涨幅达255%；复星医药代理和与BioNTech合资建厂进行新冠疫苗生产，年内涨幅达60%。

图表 8: 制药行业个股年初至今股价表现



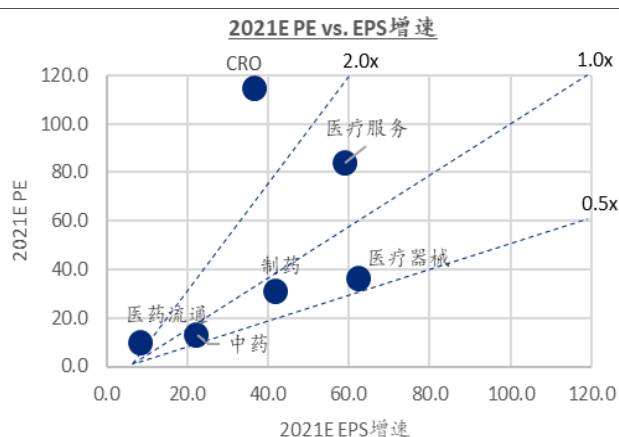
注：股价截至2021年5月31日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

2021 年下半年展望

基于对 1H21 的回顾、现有估值和未来行业发展趋势，我们推荐下半年可关注制药行业和互联网医疗行业，生物科技和医疗器械中因为分化较为明显，建议关注下半年会有短期催化剂的公司。覆盖公司中，我们的首选标的为云顶新耀（1952.HK）、东曜药业（1875.HK）和平安好医生（1833.HK）。

由于互联网医疗和生物科技公司细分行业主要是未盈利公司，此处我们对已有稳定盈利的制药、CRO、医药流通等子行业的 2021 年和 2022 年的估值进行比较。

图表 9: 2021 年 PE 和 EPS 增速预测



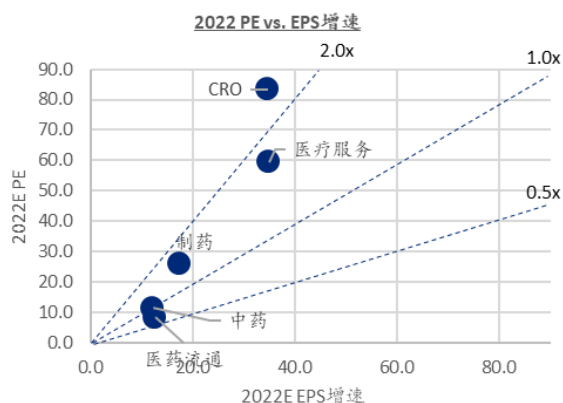
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: 2021 年 EV/EBITDA vs. EBITDA 增速预测



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 11: 2022 年 PE 和 EPS 增速预测



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 12: 2022 年 EV/EBITDA vs. EBITDA 增速预测



资料来源: Bloomberg、浦银国际

- **制药行业：**估值处于中等水平，主要受到第四批集采落地，叠加第五批集采启动，估值受到市场情绪影响。随着集采影响逐渐转正，建议关注创新转型升级的头部公司。
- **CRO 行业：**估值最高，目前 2021E 和 2022E 年 PEG 均高于 2.0 倍，由于行业增速高且确定性高，享有一定溢价。我们认为之后上升空间相对有限，建议挖掘板块内估值较低，但增速较快的第二梯队的公司。
- **医药流通、中药行业：**前期估值较低，虽然在今年上半年价值股回归的市场情绪下有较好的股价表现，但由于之后业绩增速较低和政策不明朗导致 2021 和 2022 年的估值仍然在 1 倍徘徊。
- **医疗服务行业：**在 2021 和 2022 年的估值较高，主要由于 2020 年疫情低基数带来市场对于增速的期待，以及专科连锁医院带来的估值溢价。
- **医疗器械行业：**虽然受到器械集采的负面影响，但分化明显，建议关注门槛高的蓝海市场。
- 另外，对于没有普遍稳定盈利的**生物科技**和**互联网医疗**行业，我们推荐关注短期内会有催化剂的生物科技公司如云顶新耀和东曜药业，以及布局完整的互联网医疗企业平安好医生。

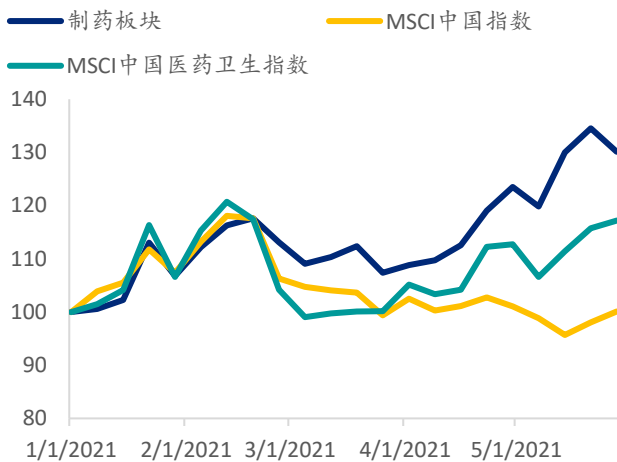
关于云顶新耀和东曜药业近期催化剂，详见我们的研究报告《[云顶新耀 \(1952.HK\): Trodelvy BLA 获 NMPA 受理，时间大幅早于预期](#)》及《[东曜药业 \(1875.HK\): CDMO 进展好于预期，贝伐珠单抗生物类似药竞争激烈](#)》。

我们关于平安好医生的最新观点请见《[平安好医生 \(1833.HK\) 2020 年业绩：增长超预期，在线医疗高速增长](#)》

● 制药行业：集采影响逐渐转正，转型创新升级加速

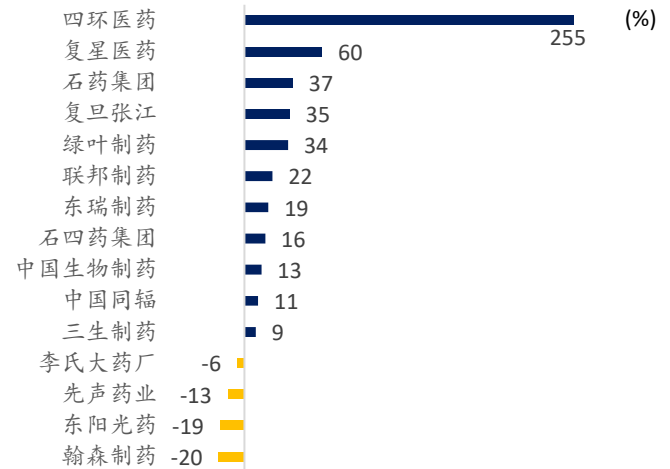
截至 2021 年 5 月 31 日，港股制药板块涨幅达 30%，跑赢 MSCI 中国医药指数和 MSCI 中国指数。港股制药板块走势较为分化，四环医药因转型步入医美行业，因此股价涨幅最高达到 255%；复星医药涨幅达到 60%，主要由于 mRNA 新冠疫苗预期获批和与 BioNTech 合资在国内进行疫苗国产的正面预期；翰森制药年内跌 20%，主要有仿制药品种可能纳入第五批集采。

图表 13: 制药板块年初至今股价走势图



注：股价截至 2021 年 5 月 31 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 14: 制药板块个股年初至今涨幅



注：股价截至 2021 年 5 月 31 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

第五批集采启动，集采带给单个公司的影响主要看竞争格局，在集采模式下降价幅度和快速获取更大市场份额之间的平衡。第五批集采已于 2021 年 5 月启动，按以往经验，第五批集采可能于今年 7-8 月开标，并于 11-12 月正式落地。国家医保局至今已牵头完成四批五轮带量采购，国家集采已实质性进入常态化。

国务院办公厅于 2021 年 1 月发布《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》，进一步明确药品集采常态化机制。对于集采品种，该意见表明重点将基本医保药品目录内用量大、采购金额高的药品纳入采购范围，逐步覆盖国内上市的临床必需、质量可靠的各类药品，且提出将积极探索“孤儿药”、短缺药的适宜采购方式。此外，对一致性评价尚未覆盖的药品品种，该次意见要求明确采购质量要求，探索建立基于大数据的临床使用综合评价体系。

我们认为，短期内国家集采目录不可能包含尚未有一致性评价通过的品种，长期来看，国家集采目录可能纳入少量品种，但如何保证质量值得关注。

集采规则基本定型，市场对降价幅度有预期。从最新一轮的第四批集采看，除对入围企业数量提出了新规定外，在确定中选企业和中选药品的主要规则上与第三批全国集采基本保持一致，预计集采规则经过四批五轮的优化已基本定型，若无特殊情况，未来规则将不会轻易进行大的改动。

第四批集采共中选 45 个产品，80 个品规，其中有 8 个注射剂品种，也是国家集采第一次纳入注射剂品种。中选产品价格平均降幅为 52%，降价幅度基本与“4+7”带量采购（平均降幅 52%）、第二批带量采购（平均降幅 53%）和第三批带量采购（平均降幅 53%）相若。

我们认为，市场对集采降价幅度有预期，股价反应可能更多发生在目录公布时，而不是中选结果公布，除非与市场预期有很大出入。随着制药公司创新转型和仿制药占比下滑，难仿首仿药新上市对于业绩有积极影响，集采对制药公司的影响将持续下降。

图表 15: 国家四批五轮带量采购

	“4+7”试点	第一批	第二批	第三批	第四批
公布采购文件	2018 年 11 月	2019 年 9 月	2019 年 12 月	2020 年 7 月	2021 年 1 月
公布中选结果	2018 年 12 月	2019 年 9 月	2020 年 1 月	2020 年 8 月	2021 年 2 月
城市范围	11 个试点城市	25 个联盟地区	全国 31 个省级地区	全国 31 个省级地区	全国 31 个省级地区
机构范围	公立医院	公立医疗机构、部分军队及社会办医疗机构	公立医疗机构、部分军队及社会办医疗机构	公立医疗机构、军队医疗机构，鼓励医保定点社会办医疗机构和医保定点零售店参与	公立医疗机构、军队医疗机构，鼓励医保定点社会办医疗机构和医保定点零售店参与
采购品种数量	31	25	33	56	45
中选品种数量	25	25	32	55	45
入围企业数量	1 家	1-3 家	1-6 家	1-8 家	1-10 家
采购量 (占首年约定采购量计算基数比例)	60-70%	1 家 50%; 2 家 60%; 3 家 70%;	1 家 50%; 2 家 60%; 3 家 70%; 4 家及以上 80%;	1 家 50%; 2 家 60%; 3 家 70%; 4 家及以上 80%;	1 家 50%; 2 家 60%; 3 家 70%; 4 家及以上 80%;
采购周期	1 年	1-2 家: 1-2 年; 3 家: 2-3 年;	1 家: 1 年; 2-3 家: 2 年; 4 家及以上: 3 年;	1-2 家: 1 年; 3 家: 2 年; 4 家及以上: 3 年;	1-2 家: 1 年; 3 家: 2 年; 4 家及以上: 3 年;

资料来源：国家联合采购办公室、浦银国际

我们对第五批集采药品目录进行了梳理。从市场竞争格局来看，第五批集采除了对翰森制药较为负面外，对于其他制药公司例如中国生物制药和石药集团总体上均是利好，因为目录药品当前所占市场份额均不大，有利于他们快速抢占跨国药企例如阿斯利康、辉瑞、罗氏的市场份额。

图表 16: 港股药企第五批集采药物名单

港股上市公司	第五批集采药物	获批上市日期	已过评药厂 (含原研)	主要厂商 PDB 样本医院份额 (2020 年)
中国生物制药	艾司奥美拉唑钠注射剂	2016 年 3 月	10 家	AZ 59%; 正大天晴 18%; 奥康赛 11%
	碘克沙醇注射剂	2018 年 6 月	6 家	恒瑞 58%; GE 27%; 扬子江 10%; 南京正大天晴 4%
	多西他赛注射剂	2018 年 6 月	7 家	Aventis 46%; 恒瑞 34%; 万乐药业 4%
	布地奈德吸入剂	2020 年 2 月	4 家	AZ 93%; 正大天晴 5%
	利伐沙班口服常释剂型	2019 年 8 月	18 家	Bayer 100%; 南京正大天晴 0%
	苯磺顺阿曲库铵注射剂	2020 年 12 月	4 家	恒瑞 75%; 东英药业 15%; 仙琚制药 10%
	利奈唑胺葡萄糖注射剂	2016 年 11 月	4 家	Pfizer 55%; 豪森 33%; 正大天晴&正大丰海 11%
	吉西他滨注射剂	2009 年 4 月	6 家	豪森 60%; Lilly 36%; 南京正大天晴 1%
	达比加群酯口服常释剂型	2020 年 3 月	5 家	BI 99%; 正大天晴 1%
	沙格列汀口服常释剂型	2020 年 9 月	5 家	BMS 99%; 奥赛康 1%
	地西他滨注射剂	2012 年 9 月	3 家	正大天晴 50%; 豪森 25%; 齐鲁 15%
	阿法骨化醇口服常释剂	2021 年 1 月	6 家	Teva: 29%; 昆明贝克 24%; LEO 11%
	石药集团	注射用盐酸苯达莫司汀	2019 年 12 月	4 家
利伐沙班口服常释剂		2020 年 3 月	18 家	Bayer 100%; 南京正大天晴 0%
头孢曲松注射剂		过评时间: 2021 年 3 月	8 家	罗氏 73%; 立健药业 10%; 北大医药 4%
翰森制药	阿奇霉素注射剂	过评时间: 2021 年 1 月	6 家	东北制药 50%; Pfizer 28%; 普利制药 11%
	利奈唑胺葡萄糖注射剂	2015 年 5 月	4 家	Pfizer 55%; 豪森 33%; 正大天晴&正大丰海 11%
	吉西他滨注射剂	2001 年 7 月	6 家	豪森 60%; Lilly 36%; 南京正大天晴 1%
	达比加群酯口服常释剂型	2021 年 2 月	5 家	BI 99%; 正大天晴 1%
	沙格列汀口服常释剂型	2020 年 10 月	5 家	BMS 99%; 奥赛康 1%
	地西他滨注射剂	2013 年 7 月	3 家	正大天晴 50%; 豪森 25%; 齐鲁 15%
东阳光药	阿立哌唑口服常释剂	2021 年 2 月	5 家	大家制药 48%; 康弘药业 35%; 上药中西制药 10%
石四药	羧康唑氯化钠注射剂	过评时间: 2021 年 1 月	4 家	Pfizer 99%
	罗哌卡因注射剂	2020 年 3 月	6 家	Aspen 79%; 齐鲁 5%; 人福 4%
远大医药	美托洛尔口服常释剂	2005 年 1 月	4 家	AZ 92%; 常州四药 2%; 同源药业 2%
	格列吡嗪口服常释剂	过评时间: 2021 年 3 月	4 家	Pfizer 68%; 迪沙药业 24%; 新达制药 3%
联邦制药	格列吡嗪口服常释剂	过评时间: 2021 年 1 月	4 家	Pfizer 68%; 迪沙药业 24%; 新达制药 3%
丽珠集团	替硝唑口服常释剂	过评时间: 2021 年 4 月	3 家	杭康药业 25%; 丽珠集团 15%; 远恒药业 13%
	ω-3 鱼油中/长链脂肪乳注射液	2020 年 12 月	3 家	Braun 100%
亿胜生物	莫西沙星滴眼剂	2021 年 3 月	6 家	Novartis 100%

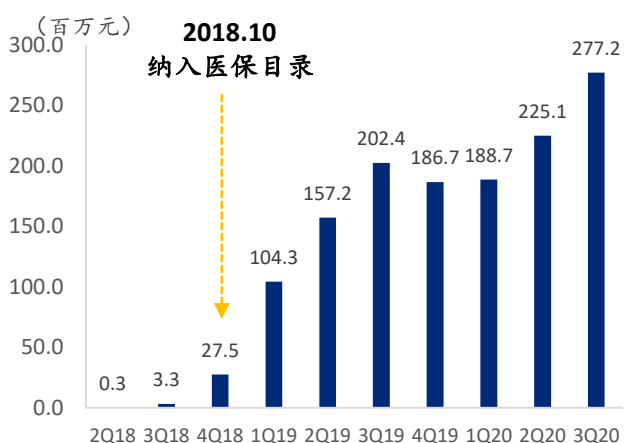
资料来源: 国家联合采购办公室、药海、PDB、浦银国际

医保护容利好积极创新转型的药企。回顾 2017 年以来历次医保目录调整，目录内品种数不断增加，从纳入医保目录的重磅国产创新药看，虽然进入医保目录需要以较大的降价作为代价，但销售额的迅速扩大基本可抵消降价的负面影响，整体而言，仍对销售额有较快速的增加。

以中国生物制药的 1.1 类新药盐酸安罗替尼胶囊（福可维）为例，其于 2018 年 5 月获批，用于三线及以上晚期非小细胞肺癌（NSCLC）的治疗，2018 年 10 月，降价 45% 进入国家医保目录，根据 PDB 样本医院销售额由 4Q18 约 2,753 万人民币增至 1Q19（进入医保后首个完整季度）约 1 亿人民币。

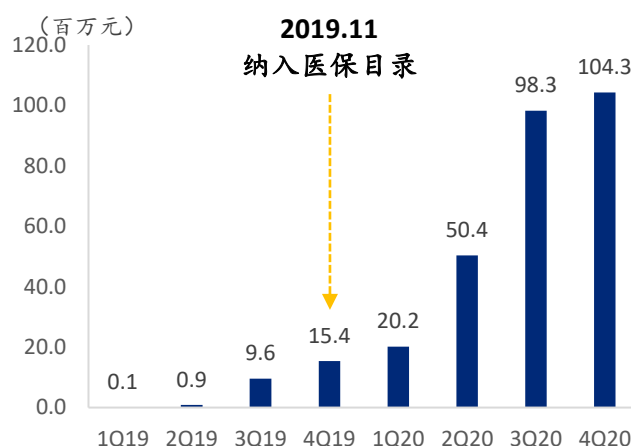
此外，信达生物的信迪利单抗同样也在纳入医保后实现迅速放量。信迪利单抗于 2018 年 12 月获批，并于 2019 年 11 月降价 64% 纳入国家医保目录，其 PDB 样本医院销售额从 4Q19 约 1,537 万人民币增至 1Q21 约 2,016 万人民币。

图表 17: 安罗替尼 PDB 样本医院销售额



资料来源：PDB、浦银国际

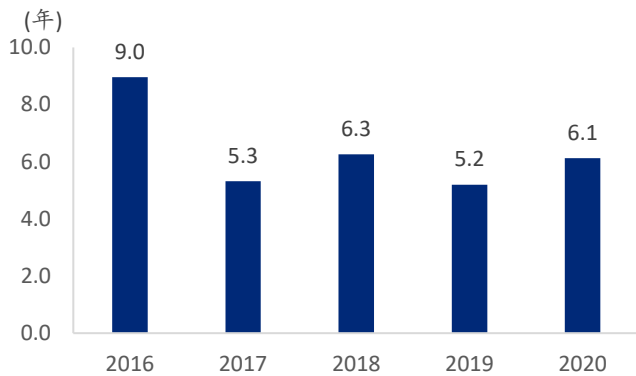
图表 18: 信迪利单抗 PDB 样本医院销售额



资料来源：国家医保局、人社部、浦银国际

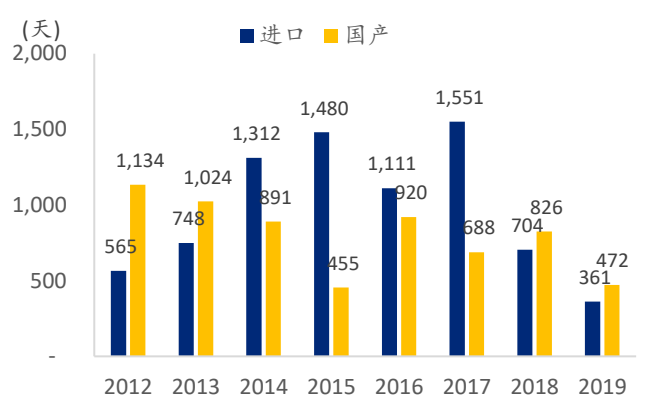
CDE 审评审批速度加快，海外进口药在国内获批的时间缩短，竞争越发激烈。自 2015 年《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》出台后，CDE 加快了药品审批环节，鼓励药企创新。2018 年起，国产创新药获批进度加速，国产创新药进入高成长期。同时，海外进口药进入中国市场时间缩短。2016 年，海外已上市药物平均需要 9 年才成功进入中国市场，而目前，该时间差已经缩小至 5-6 年。而进口药在国内的上市审批时间也由 2017 年高点 1,551 天下降至目前的 361 天。如今，海外已上市药品进入中国市场一般只需要做小规模桥接试验证明无人种差异，即竞争越发激烈。

图表 19: 进口新药国内外上市时间差



资料来源: GBI、NMPA、浦银国际

图表 20: 中国新药上市申请审批时间



资料来源: 医药魔方、浦银国际

目前港股制药行业处于历史市盈率估值低位,在平均值和-1个标准差之间,集采影响逐渐转向正面、转型创新享受高成长。在整体医药市场存在高估值和不确定性的情况下,制药行业是今年我们推荐配置的子行业。

图表 21: 制药行业 PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 22: 制药行业估值

公司名称	31-May 股价 (LC)	高	52周 低	市值(百 万美元)	自由流 通股%	PE			PS			EPS增速			PEG		
						2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
复星医药	64.7	64.7	24.8	26,525.0	85.9	31.0	26.0	21.1	4.5	3.7	3.4	19.8	18.9	23.6	1.6	1.4	0.9
翰森制药	33.9	45.5	29.0	25,832.3	15.3	49.9	40.2	31.5	14.9	12.1	9.4	30.1	24.1	27.5	1.7	1.7	1.1
中国生物制药	8.7	10.9	6.7	21,193.5	52.5	26.6	26.5	22.8	4.8	4.0	3.4	62.3	0.4	16.3	0.4	71.2	1.4
石药集团	12.2	12.2	7.2	18,792.7	70.4	22.3	19.1	15.9	4.2	3.6	3.1	9.2	16.7	20.1	2.4	1.1	0.8
四环医药	3.8	3.8	0.7	4,635.0	36.5	39.0	26.0	19.5	8.0	5.6	3.9	60.7	50.0	33.3	0.6	0.5	0.6
先声药业	10.8	13.7	7.7	3,623.6	20.5	19.7	15.3	14.0	3.6	2.9	2.6	291.4	29.0	9.5	0.1	0.5	1.5
三生制药	9.4	13.9	6.8	3,087.0	47.8	14.6	12.7	11.7	3.1	2.7	2.4	59.9	15.3	8.0	0.2	0.8	1.5
绿叶制药	5.5	6.5	3.6	2,523.5	64.5	14.5	12.7	12.3	2.7	2.3	2.1	40.7	14.1	3.4	0.4	0.9	3.7
复旦张江	5.7	7.9	3.6	2,520.6	79.2	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
石四药集团	5.2	5.5	4.0	2,012.1	43.7	13.2	10.9	9.6	2.7	2.2	1.9	94.2	20.9	13.9	0.1	0.5	0.7
联邦制药	7.3	9.4	5.1	1,719.3	50.3	10.4	9.3	8.4	1.1	1.1	1.0	0.4	11.9	10.3	29.0	0.8	0.8
赛生药业	14.7	18.8	14.2	1,285.8	27.5	10.9	10.4	9.5	3.4	3.1	2.8	NA	4.8	9.5	NA	2.2	1.0
中国同辐	30.0	33.2	18.7	1,236.6	78.1	19.8	16.3	13.4	1.5	1.2	1.0	84.4	21.8	21.2	0.2	0.7	0.6
东阳光药	7.5	16.0	6.8	844.8	62.0	8.5	6.6	5.5	1.9	1.5	1.2	(25.1)	28.7	20.4	(0.3)	0.2	0.3
李氏大药厂	4.8	6.7	3.9	363.4	60.1	12.3	10.5	9.8	2.1	1.8	1.6	33.7	16.7	7.7	0.4	0.6	1.3
东瑞制药	1.9	1.9	0.9	360.5	39.4	5.5	4.3	NA	1.9	1.6	NA	NA	28.6	NA	NA	0.1	NA
制药						30.9	26.1	21.4	6.7	5.5	4.5	41.9	17.6	21.0	1.7	14.3	1.1

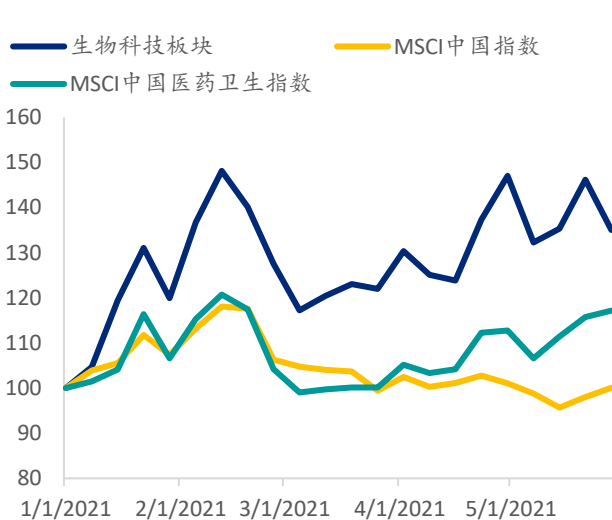
E=Bloomberg 预测 截至 2021 年 5 月 31 日收盘。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 生物科技行业：中国创新药走向世界

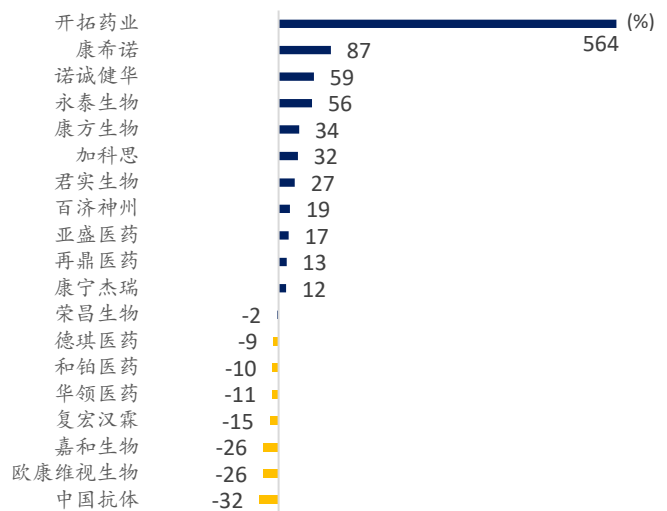
截至 2021 年 5 月 31 日，港股生物科技板块涨幅达 35%，跑赢医药板块和大盘。生物科技公司的股价表现，除了 2 月时出于市场对于加息的预期影响外，极少受到系统性的因素例如政策影响。股价更多受每个公司管线内在研药品临床进展的催化剂驱动，因此，子行业内的公司存在低相关性，分化度较高，且具有偶然性。例如开拓药业是 2021 年涨幅最高的公司，因为普克鲁胺在新冠肺炎适应症的应用已经在全球临床推进，进展较为顺利和迅速，如今已经进入了全球三期临床。

图表 23: 生物科技板块年初至今股价走势图



注：股价截至 2021 年 5 月 31 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 24: 生物科技板块个股年初至今涨幅



注：股价截至 2021 年 5 月 31 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

因此，我们推荐投资者关注管线丰富的头部企业，以及挖掘技术平台独特有优势、小而美的生物医药公司。短期内可关注近期管线有临床进展催化剂的企业例如云顶新耀和东曜药业。

市场开始关注国产新药“出海”，Licensed-out 数量不断增长。国内新药市场在医保谈判后市场规模缩水，例如 PD-1 单抗赛道拥挤，国内已有 8 款 PD-1/PD-L1 获批，虽然先发者优势仍然存在，信达、君实自上市以来股价表现优异。国内市场开始关注国产新药的海外市场，从海外的想象空间上给估值做加法。从靶点上看，PD-1/PD-L1、GLP-1R 和 BTK 为目前市场规模最大的靶点，也是全球各大药企投入研发最多的领域。

图表 25: 2020 年全球热门靶点

靶点	市场规模 (亿美元)	销售额最高药物	销售额 (亿美元) 占市场规模比例
PD-1/PD-L1	290	Keytruda	144 (50%)
GLP-1R	124	Trulicity	51 (41%)
BTK	100	Imbruvica	94 (94%)
JAK	71	Jakafi/Jakavi	33 (46%)
CDK4/6	70	Ibrance	54 (77%)
IL-17A	58	Cosentyx	40 (69%)
PARP	24	Lynparza	18 (75%)
PCSK9	13	Repatha	9 (71%)
CGRP/CGRPR	12	Aimovig	4 (31%)

资料来源: 公司资料、医药魔方、浦银国际

随着中国生物科技公司研发能力提升, 药物创新性和研发效率的优势得到国外药企认可, 越来越多药企将创新药进行 Licensed-out。2007 年至 2017 年, 中国创新药 License-out 数量共计 19 项, 2017 年 6 月中国正式成为 ICH 会员后, Licensed-out 项目开始提速。根据亿欧数据, 2020 年 License-out 数量已超 24 个, 交易金额最高高达 29.4 亿美金。目前, 中国药企海外 License out 目前仍以肿瘤领域为主。

图表 26: 2020 年国产创新药 License-out 金额最高的 15 个项目

序号	时间	转让方	受让方	交易项目	疾病领域	总额 (亿美元)
1	2020.9	天境生物	Abbvie	Lemzoparlimab	肿瘤	29.4
2	2020.6	信达生物	Roche	多个治疗血液肿瘤和实体肿瘤的双特异性抗体和细胞治疗产品	肿瘤	21.0
3	2020.10	基石药业	EQRx	CS-1003、舒格利单抗	肿瘤	13.0
4	2020.8	信达生物	Eli Lilly	信迪利单抗	肺癌	10.3
5	2020.6	加科思	Abbvie	JAB-3068、JAB-3312	肿瘤	8.6
6	2020.11	复宏汉霖	Binacea	HLX35	肿瘤	7.7
7	2020.4	合一生技 中天生技	Leo Pharma	FB-825	免疫	5.7
8	2020.4	复创医药	Eli Lilly	FCN-338	肿瘤	4.4
9	2020.8	药捷安康	LG Chem	TT-01025	感染	3.5
10	2020.3	天境生物	Kalbe Genexine	Uliledlimab	肿瘤	3.4
11	2020.5	君实生物	Eli Lilly	Etesevimab	感染	3.3
12	2020.11	恒瑞医药	Dong-A Pharma	SHR-1701	肿瘤	1.4
13	2020.9	恒瑞医药	HLB-LS	吡咯替尼	肿瘤	1.1
14	2020.8	华领医药	Bayer	多扎格列艾汀	内分泌及代谢	1.0
15	2020.4	恒瑞医药	CrystalGenomics	卡瑞利珠单抗	肿瘤	0.9

资料来源: 医药魔方、浦银国际

除通过 Licensed-out 模式进入海外市场，部分国内药企也选择通过自行申报 NDA/BLA 的方式出海。2021 年上半年，已有君实生物的特瑞普利单抗、亿帆医药的 F-627、万春医药的普那布林和康方生物与中国生物制药合作开发的派安普利单抗，相继在美国提交了 NDA/BLA。其中康方生物与中国生物制药的派安普利单抗的 BLA 将在实时肿瘤审评（RTOR）新政下进行审评，预计该审评模式的速度比优先审评更快。此外恒瑞的卡瑞丽珠单抗的海外临床三期进展中，预计将在今年年底结束临床。

图表 27: 已向 FDA 提交 NDA/BLA 的国产创新药

药企	创新药	类型	申报适应症	提交日期	获批日期
百济神州	泽布替尼	小分子 BTK 抑制剂	<ul style="list-style-type: none"> 治疗既往接受过至少一项疗法的套细胞淋巴瘤成年患者 治疗华氏巨球蛋白血症 	<ul style="list-style-type: none"> 2019 年 8 月 2021 年 2 月 	<ul style="list-style-type: none"> 2019.11 NA
绿叶制药	利培酮微球	小分子药(第二代抗精神病药长效针剂)	治疗精神分裂症和双相情感障碍	2019 年 5 月	NA
传奇生物	Cilta-cell	CAR-T	治疗成人复发和/或难治性多发性骨髓瘤	2020 年 12 月	预计 2021 年 11 月 29 日 FDA 完成审查
和黄医药	索凡替尼	小分子药	治疗胰腺和非胰腺神经内分泌瘤	2020 年 12 月	NA
君实生物	特瑞普利单抗	PD-1 单抗	治疗复发或转移性鼻咽癌	2021 年 3 月	NA
亿帆医药	F-627	融合蛋白	预防及治疗肿瘤患者在化疗过程中引起的嗜中性粒细胞减少症	2021 年 3 月	NA
万春医药	普那布林	小分子药	重度中性粒细胞减少症	2021 年 4 月	NA
康方生物/中国生物制药	派安普利单抗	PD-1 单抗	三线治疗转移性鼻咽癌	2021 年 5 月	NA

资料来源：各公司公告、浦银国际

中国药企在研究实力不断增强的同时，也不断加强国际联系和树立国际形象。例如 2021 年 6 月举行的 ASCO 上，中国药企参加以口头报告、全体大会汇报等各形式的数量均比往年增加。

图表 28： 2021 ASCO 中国药企主要展示数据

中国药企	发布数据及内容摘要
恒瑞医药	<p>卡瑞利珠单抗用于食管鳞状细胞癌(ESCC)患者 III 期临床研究 (ESCORT-1st)、复发/转移性鼻咽癌 III 期临床试验 (CAPTAIN-1st)、免疫调节型晚期三阴性乳腺癌 II 期研究 (FUTURE-C-plus)；</p> <p>达西西利对比安慰剂加氟维司群治疗既往内分泌治疗复发或进展的 HR+/HER2-晚期乳腺癌 III 期临床研究 (DAWNA-1)；</p> <p>SHR-1701 (一种 PD-L1&TGF-β 双抗) 治疗晚期实体瘤患者的 I 期研究等。</p>
君实生物	<p>特瑞普利单抗治疗复发或转移性鼻咽癌 (NPC) 的 III 期临床研究 (JUPITER-02)、可切除黏膜黑色素瘤 (II 期临床试验)、黏膜黑色素瘤研究 (II 期临床试验)、复发性鼻咽癌、可切除的 III 期非小细胞肺癌的 II 期临床试验 (NeoTPD01 研究)；</p> <p>多靶点细胞毒性 T 淋巴细胞 (MCTL) 联合特瑞普利单抗二线治疗晚期非小细胞肺癌 (NSCLC) 的单臂、Ib 期研究等。</p>
信达生物	<p>信迪利单抗联合呋喹替尼治疗晚期结直肠癌的 1b 期研究初步结果；</p> <p>信迪利单抗联合安罗替尼用于铂类经治的复发晚期宫颈癌 (II 期临床)；</p> <p>IBI110 (抗 LAG-3 单克隆抗体) 作为单药和信迪利单抗 (抗 PD-1 单克隆抗体) 联合用于晚期实体瘤患者的 Ia/Ib 期剂量递增研究等。</p>
康宁杰瑞	<p>KN046 联合白蛋白紫杉醇/吉西他滨作为不可切除局部晚期或转移性胰腺导管腺癌一线疗法的疗效和安全性；</p> <p>用于评估 KN046 联合化疗对晚期非小细胞肺癌患者的疗效、安全性和耐受性的 II 期、开放式标签、多中心研究等。</p>
科伦药业	<p>A166 (抗 HER2 ADC) 中国患者 I 期临床。</p>
亚盛医药	<p>新型 Bcl-2 抑制剂 Lixaftoclax (APG-2575) 治疗 R/R CLL 及其他 HMs 患者的首次人体试验；</p> <p>新型小分子 MDM2 抑制剂 APG-115 联合帕博利珠单抗应用于经免疫肿瘤药物治疗失败的不可切除/转移性黑色素瘤或晚期实体瘤患者的 II 期临床研究初步结果等。</p>
百济神州	<p>百泽安二线治疗晚期不可切除/转移性食管鳞状细胞癌患者的随机 3 期临床研究、不可切除或转移性微卫星不稳定性高/错配修复缺陷的实体瘤患者的 2 期临床研究、无法手术的局部晚期或转移性胃癌患者维持治疗的 2 期随机临床研究、治疗胚系 BRCA 突变的局部晚期或转移性 HER2 阴性乳腺癌患者的 2 期临床研究、复发性或转移性宫颈癌患者的 2 期临床研究等。</p>

资料来源：ASCO、浦银国际

图表 29：生物科技行业估值

公司名称	31-May 股价 (LC)	高	52周 低	市值(百 万美元)	自由流 通股%	PE			PS			EPS增速			PEG		
						2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
百济神州	224.6	229.8	95.0	34,542.7	54.1	NA	NA	NA	30.2	24.5	16.1	49.0	(7.1)	47.1	NA	NA	NA
信达生物	94.0	103.6	46.2	17,628.1	56.6	NA	NA	149.6	25.4	16.1	12.3	(89.1)	82.2	445.6	NA	NA	0.3
康希诺	343.2	434.2	143.2	17,536.0	55.2	12.8	5.3	NA	6.0	3.1	NA	1,369.2	143.1	NA	0.0	0.0	NA
再鼎医药	1,381.0	1,504.0	562.0	16,889.2	99.8	NA	NA	NA	121.9	49.4	22.2	(31.4)	24.9	68.7	NA	NA	NA
君实生物	79.9	91.1	40.7	11,636.9	44.3	332.6	139.4	40.3	14.5	16.7	11.8	109.8	138.6	245.7	3.0	1.0	0.2
荣昌生物	111.6	144.0	52.1	7,044.1	100.0	NA	NA	704.0	222.1	52.1	18.8	(8.2)	20.2	110.4	NA	NA	6.4
康方生物	64.7	64.7	23.0	6,806.6	42.7	NA	NA	158.8	87.0	22.9	11.2	47.2	38.3	186.3	NA	NA	0.9
诺诚健华	23.8	26.1	9.9	4,589.6	28.7	NA	NA	78.5	146.2	52.2	17.2	NA	39.6	221.6	NA	NA	0.4
开拓药业	67.7	78.8	7.2	3,222.4	34.7	NA	18.3	18.3	519.2	7.6	7.3	(3.9)	296.6	0.5	NA	0.1	39.5
复宏汉霖	41.8	64.8	33.5	2,927.4	42.9	NA	290.5	42.6	12.1	6.5	4.4	50.9	112.8	582.2	NA	2.6	0.1
云顶新耀	75.0	100.9	55.0	2,866.4	51.6	NA	NA	NA	2,501.4	68.2	32.6	59.4	7.9	19.4	NA	NA	NA
康宁杰瑞	20.2	24.5	10.0	2,429.9	26.1	NA	NA	NA	463.6	86.3	25.9	(46.1)	1.0	30.4	NA	NA	NA
欧康维视	28.5	37.0	14.7	2,303.6	35.9	NA	NA	NA	171.2	59.3	23.4	(2,736.2)	1.3	42.6	NA	NA	NA
加科思	22.4	24.3	13.9	2,221.8	27.9	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
基石药业	13.4	13.8	8.1	2,036.9	24.2	NA	NA	NA	48.9	13.4	7.1	(71.6)	25.5	60.7	NA	NA	NA
亚盛医药	47.7	52.8	24.8	1,553.7	34.1	NA	NA	NA	263.5	18.7	5.5	(4.6)	22.8	65.6	NA	NA	NA
药明巨诺	29.1	51.0	21.0	1,503.1	53.9	NA	NA	NA	42.7	25.1	8.6	NA	(4.3)	9.9	NA	NA	NA
德琪医药	17.1	21.8	14.9	1,480.7	27.9	NA	NA	NA	942.4	48.5	16.6	40.9	14.0	52.2	NA	NA	NA
永泰生物	17.9	18.6	6.6	1,185.6	23.3	NA	15.4	8.8	NA	4.0	2.1	37.3	253.2	75.8	NA	0.1	0.1
和铂医药	11.7	12.4	8.3	1,159.7	61.2	NA	NA	NA	71.9	25.0	9.0	(142.9)	13.4	(23.7)	NA	NA	NA
嘉和生物	16.9	29.1	14.9	1,070.6	34.3	NA	NA	NA	97.1	12.9	7.1	80.0	9.5	26.4	NA	NA	NA
兆科眼科	13.3	16.8	10.9	915.8	34.1	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
华领医药	5.0	8.1	3.9	672.9	37.3	NA	NA	32.5	NA	5.1	2.3	(2.4)	59.5	173.5	NA	NA	0.2
迈博药业	1.2	1.4	0.9	632.4	15.8	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
歌礼制药	3.8	3.8	2.7	538.0	38.7	207.8	207.8	31.2	20.0	13.4	11.2	107.5	-	566.7	1.9	NA	0.1
中国抗体	3.6	4.8	2.9	460.3	31.6	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
东曜药业	4.5	5.0	3.9	349.6	39.4	NA	NA	16.6	11.2	5.5	2.8	31.0	84.1	498.2	NA	NA	0.0
生物科技						141.6	74.4	172.2	137.2	26.7	15.3	139.7	57.4	156.7	1.2	0.6	3.3

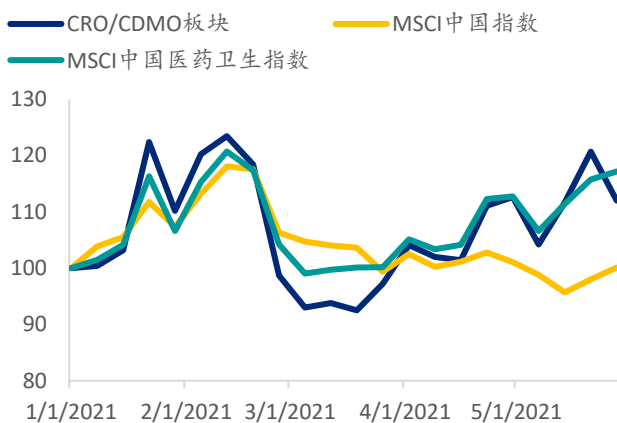
E=Bloomberg 预测 截至 2021 年 5 月 31 日收盘。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● CRO/CDMO 行业：行业向好，挖掘估值较低的公司

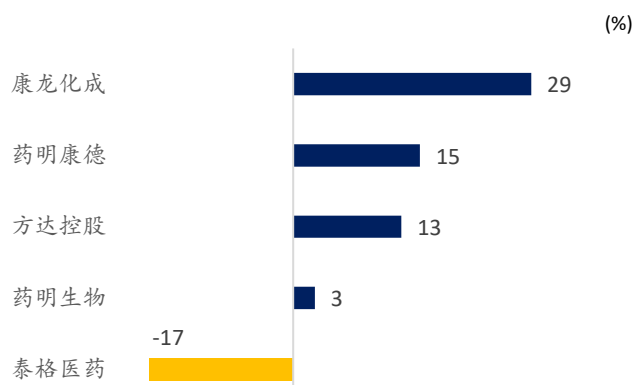
截至 2021 年 5 月 31 日，港股 CRO/CDMO 板块涨幅 12%，跑输 MSCI 中国医药指数，跑赢 MSCI 中国指数。虽然子行业基本面长期向好，疫情有助于 CRO/CDMO 获得更多订单，但子行业内各个公司表现有分化。我们的首选标的康龙化成涨幅明显，上涨 29%，其他公司例如药明康德、药明生物和泰格医药因为前期涨幅太高，估值有所承压，分别上涨 15%、3%和下跌 17%。

图表 30: CRO/CDMO 板块年初至今股价走势图



注：股价截至 2021 年 5 月 31 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 31: CRO/CDMO 板块个股年初至今涨幅



注：股价截至 2021 年 5 月 31 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

CRO/CDMO 龙头企业 PE 仍处于较高水平，但其收入、backlog 及盈利均处于高速增长长期，成长确定性高，且在疫情期间受益于海外的停滞转来的订单，我们继续看好 CRO/CDMO 龙头企业。一季度行业的收入和利润增速虽然有去年疫情低基数的因素，但超高增速仍然在市场预期之外。从 1Q21 业绩看，药明康德和康龙化成等龙头均维持了收入 55% 以上同比增长，净利润也实现了较大涨幅。长期来看，我们继续看好行业龙头药明康德、药明生物一体化全流程服务的 CRO/CDMO，后期业绩具有乘数效应；短期内看好康龙化成，因为其处于建立全流程服务能力的高速成长过程中。

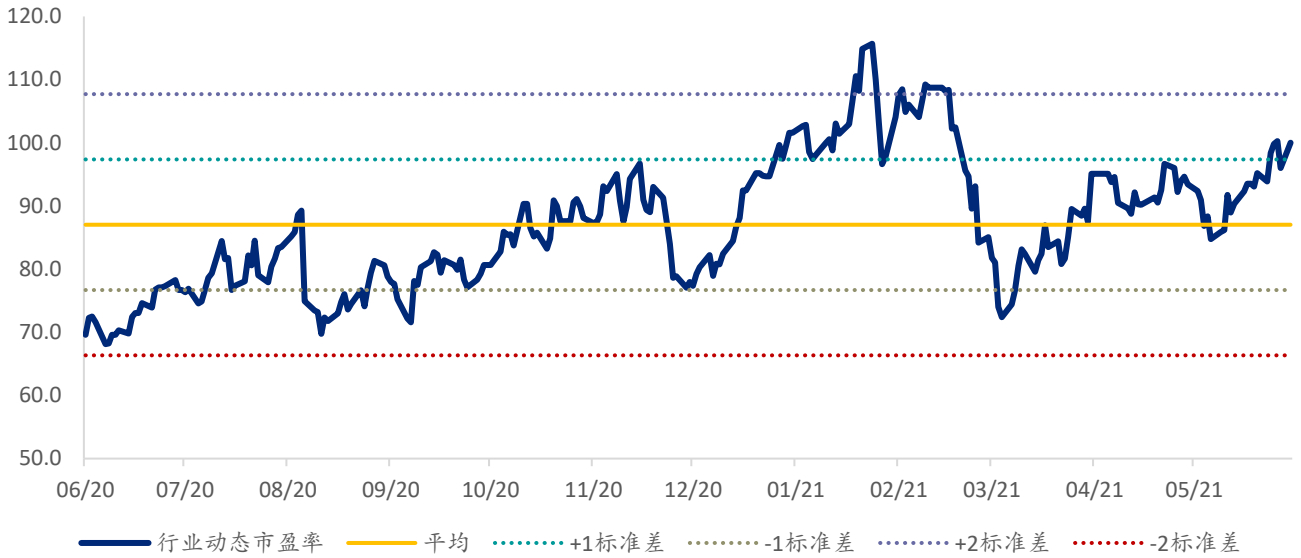
图表 32: CRO/CDMO 企业收入、净利润增速

公司	2020 年收入增速 (%)	1Q21 收入增速 (%)	2020 年净利润增速 (%)	1Q21 净利润增速 (%)
药明生物	40.88	NA	66.59	NA
康龙化成	36.64	55.28	114.25	142.20
药明康德	28.46	55.31	59.62	394.92
方达控股	25.29	NA	(5.52)	NA
昭衍新药	68.27	29.91	67.56	388.07
泰格医药	13.88	37.71	108.00	72.94

资料来源：Bloomberg、浦银国际

从估值上看，CRO/CDMO 子行业动态市盈率在一月份到达 116 倍后出现了回调，之后缓慢恢复到目前的 100 倍动态市盈率，高于均值高约 1 个标准差。估值水平在历史次高位。整体市场情绪波动下，我们推荐关注估值尚有空间的第二梯队的公司。

图表 33: CRO/CDMO 行业 PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 34: CRO/CDMO 行业估值

公司名称	31-May 股价 (LG)	高	52周 低	市值(百 万美元)	自由流 通股%	PE			PS			EPS增速			PEG		
						2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
药明生物	121.3	124.4	41.7	65,920.0	82.2	168.6	118.2	79.1	47.9	33.6	24.1	43.9	42.7	49.4	3.8	2.8	1.6
药明康德	166.2	176.8	70.7	64,203.1	87.7	92.5	71.1	53.5	18.5	14.2	11.1	39.3	30.0	32.9	2.4	2.4	1.6
泰格医药	161.2	199.7	100.0	23,160.0	100.0	72.7	57.9	47.9	35.2	26.9	21.6	NA	25.7	20.8	NA	2.3	2.3
康龙化成	185.9	191.0	67.2	21,919.2	91.9	82.3	59.5	40.7	19.4	14.4	10.8	25.0	38.3	46.3	3.3	1.6	0.9
金斯瑞生物	30.5	30.5	9.9	7,673.7	55.3	NA	NA	NA	15.0	10.4	7.2	9.4	28.9	79.7	NA	NA	NA
昭衍新药	152.0	152.1	128.2	6,930.6	68.3	73.3	57.2	45.2	29.0	21.2	16.0	22.3	28.2	26.6	3.3	2.0	1.7
维亚生物	10.9	11.0	6.1	2,701.3	31.9	39.3	30.2	23.5	7.1	5.6	4.3	26.1	30.0	28.8	1.5	1.0	0.8
方达控股	6.2	7.1	3.4	1,622.9	27.5	61.0	41.7	34.5	9.4	7.3	5.8	28.5	46.2	21.1	2.1	0.9	1.6
CRO/CDMO						114.0	83.4	59.4	30.6	22.3	16.6	36.9	34.8	40.0	3.1	2.4	1.6

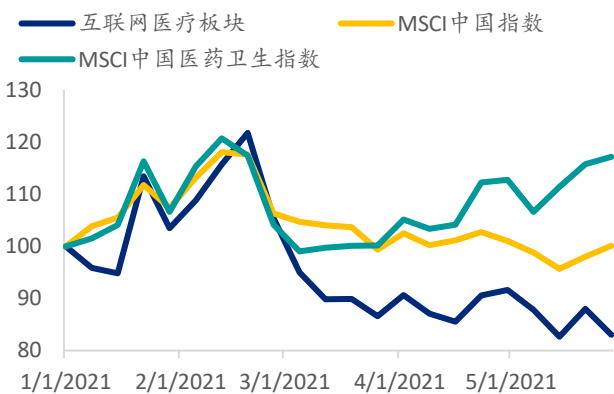
E=Bloomberg 预测 截至 2021 年 5 月 31 日收盘。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 互联网医疗行业：处方药占比已高达五成

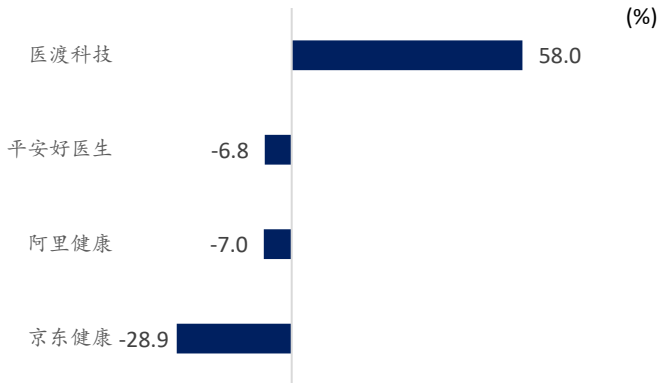
截至2021年5月31日，港股互联网医疗板块跌幅17%，跑输MSCI中国医药指数和MSCI中国指数。互联网医疗年初至今走势较弱，行业龙头京东健康、阿里健康和平安好医生分别下跌29%、7%和7%，跑输MSCI中国指数和MSCI中国医药指数。我们认为，主要由于去年疫情环境下，整个互联网医疗行业在政策以及用户获取上都有较大突破，因此互联网医疗受到投资者热烈追捧，去年京东健康、阿里健康和平安好医生股价分别上涨113%、154%、63%。处方药外流趋势下，医药电商抢占了一部分市场份额，但高增速在长期内将趋缓，此外，医保支付各地进度也有差异。

图表 35: 互联网医疗板块年初至今股价走势图



注：股价截至2021年5月31日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

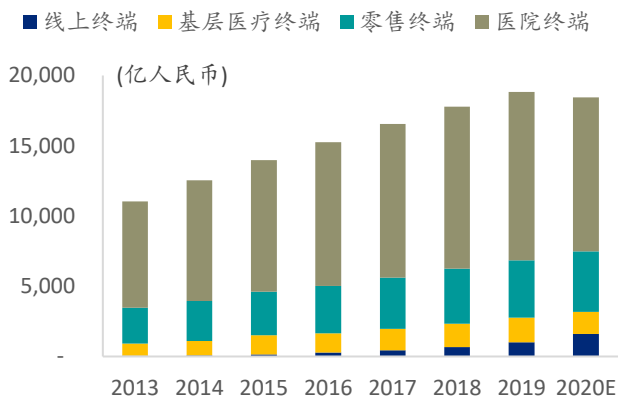
图表 36: 互联网医疗板块个股年初至今涨幅



注：股价截至2021年5月31日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

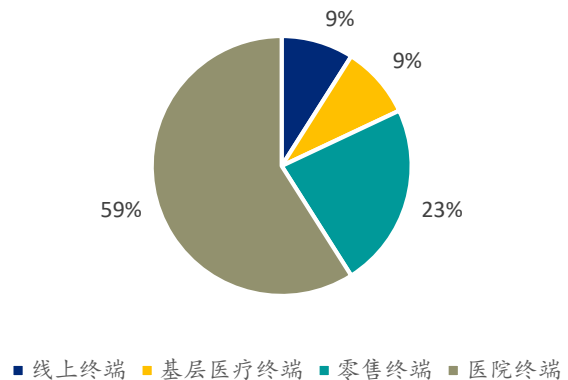
疫情下，医疗机构限制手术和门诊来访，药品销售下降，人们转而网上购药。线上终端销售占药品销售比例从2016年的2%提升至2020年的9%，而同期医院终端占比则从2016年的67%下降至2020年59%。

图表 37: 中国药品终端市场销售规模



E=南方所预测 资料来源：南方所、浦银国际

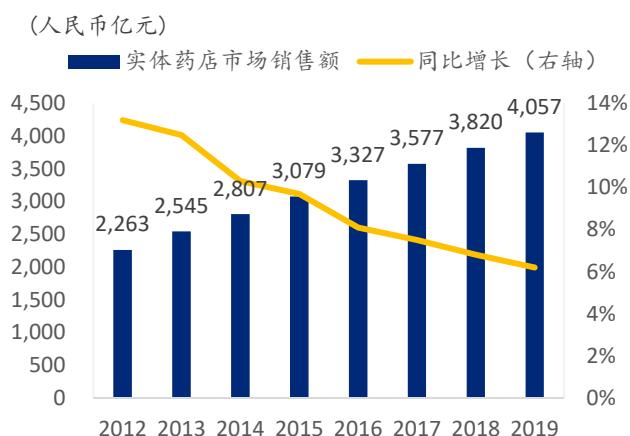
图表 38: 2020 年中国药品终端市场销售渠道划分



资料来源：南方所、浦银国际

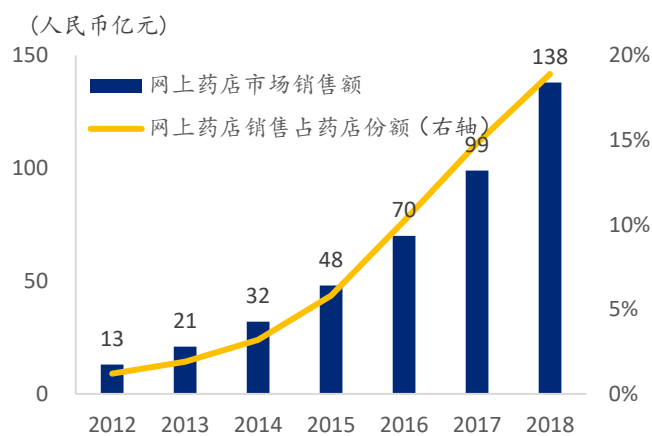
处方药外流趋势下，医药电商积极抢占线下市场份额。2020 年疫情下医药电商关注度迅速提升，除了京东、阿里等互联网企业快速发展，各大线下实体药房也积极入局。2H21 我们继续看好医药电商的较高增速，京东健康和阿里健康等以医药电商为主的互联网医疗企业，将持续受益于用户网购药品接受度的提升以及处方药外流的利好。

图表 39: 实体药店市场



资料来源: 米内网、浦银国际

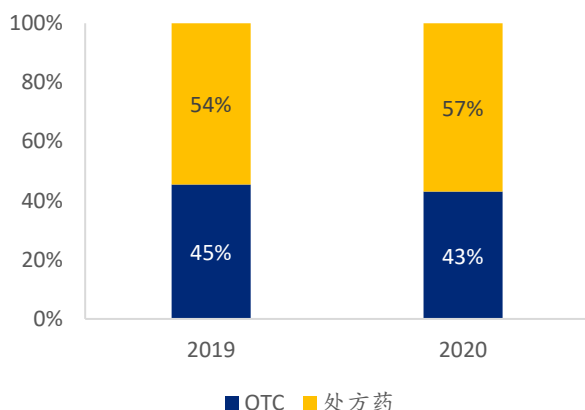
图表 40: 网上药店市场



资料来源: 米内网、浦银国际

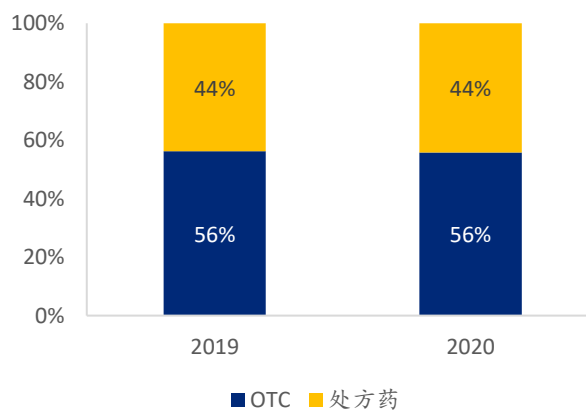
目前处方药占比已高达五成，高增速在长期内将趋缓。目前医药电商市场规模仍处于高速发展期，网售处方药放开政策为医药电商提供显著增量。但主流医药电商平台 A 和 B 分别已有 40%-60% 的处方药占比，虽相较于实体药店增长明显，在长期内高增速将逐渐放缓。

图表 41: 国内某主流电商平台 A: 处方药、OTC 销售占比



资料来源: 动脉网、浦银国际

图表 42: 国内某主流电商平台 B: 处方药、OTC 销售金额



资料来源: 天猫生意参谋、浦银国际

破除医保支付瓶颈各地进度有差异。互联网医疗纳入医保支付范围的瓶颈仍然存在。目前，国家医保支付接入仅在部分省市的定点医院进行试点，仍未在全国范围内落地。

2019年医保局发布的《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》提出，符合条件的互联网医疗服务适用医保支付政策，并对纳入医保的医疗服务提供主体、医疗服务范围、医保支付价格机制等作出原则性规定。

此后广东、浙江、天津、武汉、上海等地均有将互联网医疗相关费用纳入医保支付范围的试点项目，但在全国范围看，试点区域和试点医院数量较少，大部分互联网医疗平台仍不支持医保支付。由于医保支付的很大程度上依赖于各地政策和医保资金状况，因此各地落地的进度也会有所差异。

在线问诊需要各方面投入和配套，长期看好平安好医生。平安好医生背靠平安集团，短期内能够承接集团输送的客户和订单产生协同效应，实现健康险高质量发展双赢局面。长期来看，公司积极获取互联网医院牌照，目前市占率达到20%，而平安集团收购北大医疗集团的医院、平安医保科技公司在各地医保电子化项目中标以及发展独立医学实验室，线上线下布局联动，真正增强了“互联网+医疗”中的医疗属性，是我们认为互联网医疗行业中看得远走得远和具有特点的平台。

图表 43：互联网医疗行业估值

公司名称	31-May 股价 (LC)	52周		市值(百 万美元)	自由流 通股%	PE			PS			EPS增速			PEG		
		高	低			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
京东健康	103.3	195.0	70.6	42,387.1	12.1	295.2	177.6	97.9	9.7	6.7	4.9	(15.4)	66.2	81.3	(19.2)	2.7	1.2
阿里健康	19.3	29.9	17.4	33,474.4	30.0	329.1	188.0	101.2	8.5	5.7	4.1	165.5	75.0	85.7	2.0	2.5	1.2
平安好医生	91.1	138.7	81.1	13,468.0	41.2	NA	NA	NA	9.5	7.2	5.4	(112.7)	25.9	69.7	NA	NA	NA
医渡科技	41.5	65.2	26.3	4,947.8	39.3	NA	NA	NA	38.6	20.0	12.2	NA	1.7	7.6	NA	NA	NA
互联网医疗						310.1	182.2	99.4	10.8	7.1	5.1	37.7	60.2	77.4	(9.9)	2.6	1.2

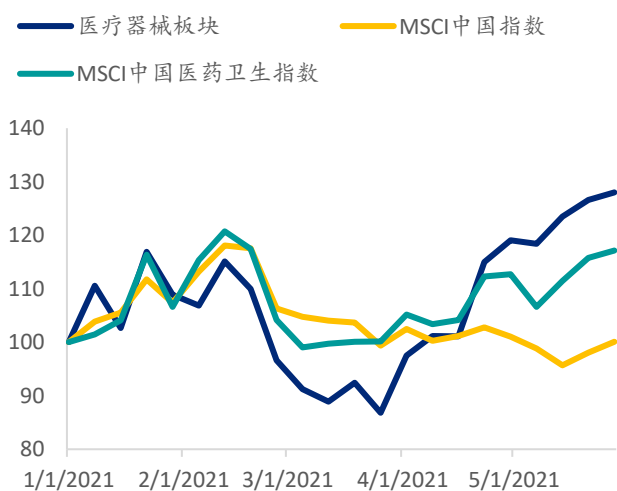
E=Bloomberg 预测 截至 2021 年 5 月 31 日收盘。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 医疗器械行业：集采阴影笼罩，关注蓝海市场

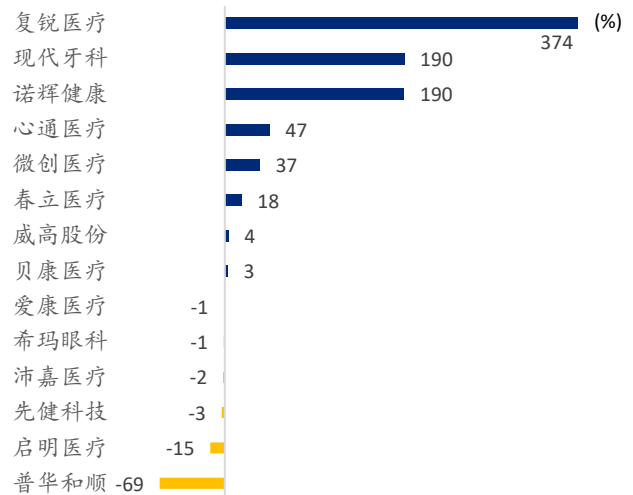
截至2021年5月31日，港股医疗器械板块涨幅达28%，跑赢MSCI中国医药指数和MSCI中国指数，复锐医疗科技、现代牙科股价表现强劲，主要由医美概念带动。其他公司有些受到医疗器械集采影响，有些则受益于疫情下防疫相关设备的需求增长。建议关注国产替代刚起步的蓝海市场。

图表 44: 医疗器械板块年初至今股价走势图



注：股价截至2021年5月31日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 45: 医疗器械板块个股年初至今涨幅

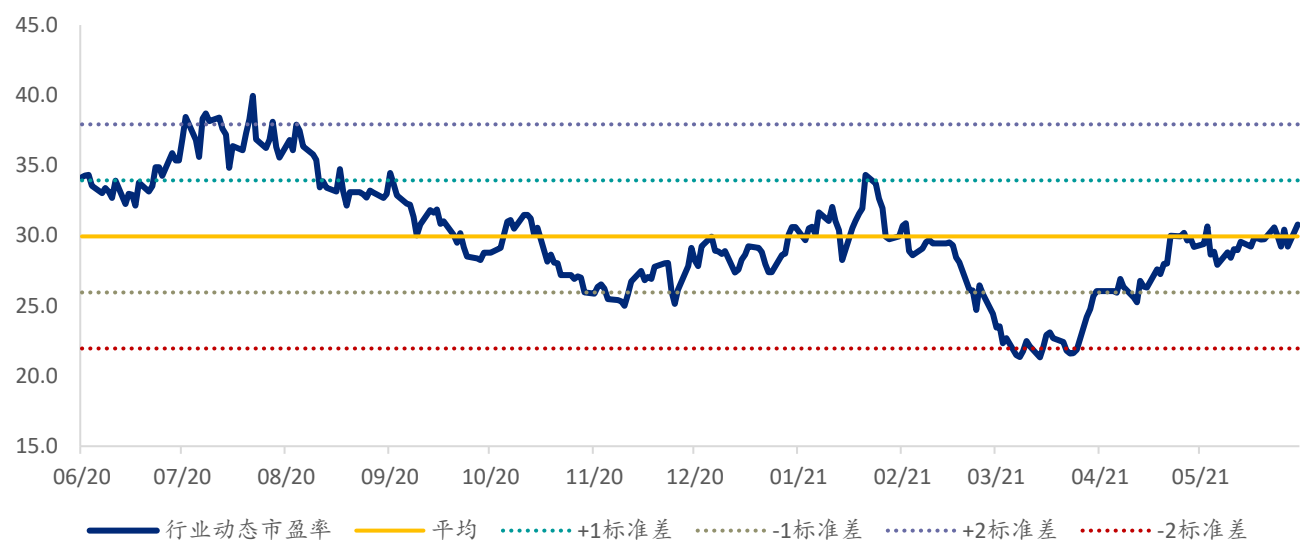


注：股价截至2021年5月31日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

医疗器械集采陆续启动，营收增速和利润率短期或受压。医疗器械板块面临的集采压力逐渐扩大。2020年11月冠脉支架成为第一个进行集采的器械产品，价格从1.3万元下降至700元左右。此外，骨科产品集采的步伐也逐渐临近，国家医保局已于4月15日下发《国家组织人工关节类医用耗材集中带量采购（征求意见稿）》，预计骨科器械产品集采也将于近期启动，影响企业利润率。但集采将主要针对已经较成熟，竞争相对充分的产品。

2H21 建议关注高门槛细分赛道。国产替代仍将是医疗器械行业中长期的主旋律，随着国内医疗器械企业研发投入加大，国产器械将逐步覆盖进入门槛和技术要求高的品类。此外，器械集采将更多影响低门槛低技术的器械产品。因此，下半年我们建议关注产品门槛相对较高，长期而言有望受益于国产替代的细分赛道，如神经介入类、主动脉及外周介入产品。此外，海外疫情仍未受控，部分医疗器械如新冠检测试剂、呼吸机等可能在一段时间内继续受益于海外市场需求。

图表 46: 医疗器械行业 PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 47: 医疗器械行业估值

公司名称	31-May 股价 (LC)	52周		市值(百 万美元)	自由流 通股%	PE			PS			EPS增速			PEG		
		高	低			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
微创医疗	64.9	64.9	21.7	15,180.4	39.4	NA	NA	NA	19.6	16.3	13.5	24.2	58.3	91.4	NA	NA	NA
威高股份	17.1	21.9	12.5	9,988.1	52.1	25.1	21.4	17.4	4.7	3.9	3.4	21.6	17.1	22.9	1.2	1.2	0.8
心通医疗	18.0	21.6	12.2	5,561.5	45.5	NA	921.5	199.3	115.2	60.4	38.1	79.9	140.0	362.5	NA	6.6	0.5
诺辉健康	77.5	84.0	26.7	4,288.6	9.9	NA	NA	NA	158.2	65.6	28.7	NA	(5.3)	1.5	NA	NA	NA
启明医疗	71.6	95.1	55.9	4,066.0	62.1	946.4	121.7	49.6	42.1	23.4	14.4	113.8	677.4	145.4	8.3	0.2	0.3
先健科技	5.1	5.6	1.7	3,059.1	76.4	77.9	70.1	60.1	20.5	18.7	15.0	276.4	11.1	16.7	0.3	6.3	3.6
沛嘉医疗	29.0	35.8	20.3	2,487.1	35.7	NA	NA	153.2	133.0	45.3	22.5	91.6	(10.8)	137.8	NA	NA	1.1
爱康医疗	14.0	27.2	9.1	2,006.6	37.2	33.1	30.1	26.3	10.5	9.8	7.9	23.6	9.8	14.5	1.4	3.1	1.8
春立医疗	28.0	63.0	16.8	1,247.8	93.1	NA	NA	NA	6.5	5.0	3.9	NA	NA	NA	NA	NA	NA
复锐医疗	20.8	20.8	2.2	1,185.1	25.2	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
现代牙科	8.2	8.2	1.2	1,010.2	33.8	24.0	19.5	16.3	3.1	2.8	2.7	NA	23.5	19.0	NA	0.8	0.9
贝康医疗	28.2	33.2	19.0	993.9	61.1	NA	60.9	22.9	31.9	16.1	10.2	99.5	1,457.1	165.8	NA	0.0	0.1
希玛眼科	6.3	8.2	5.2	932.3	37.4	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
普华和顺	0.9	2.3	0.5	184.0	37.0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
医疗器械						220.0	231.9	73.4	46.0	24.3	15.4	62.5	124.7	99.4	2.6	2.9	1.0

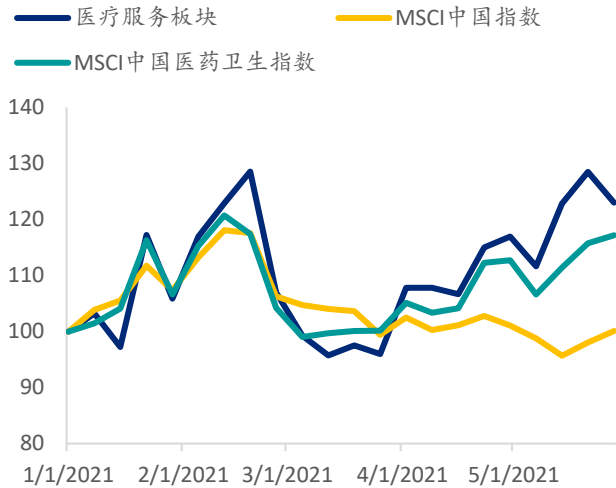
E=Bloomberg 预测 截至 2021 年 5 月 31 日收盘。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 医疗服务行业：自费医疗服务市场空间广阔

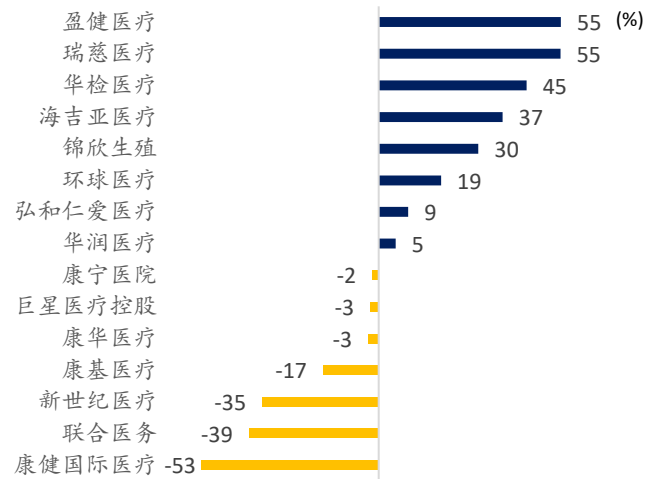
截至2021年5月31日，港股医疗服务板块涨幅达23%，跑赢MSCI中国医药指数和MSCI中国指数。由于1Q20疫情导致低基数，1Q21多数医疗服务企业业绩同比录得较大的增幅。

图表 48: 医疗服务板块年初至今股价走势图



注：股价截至2021年5月31日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

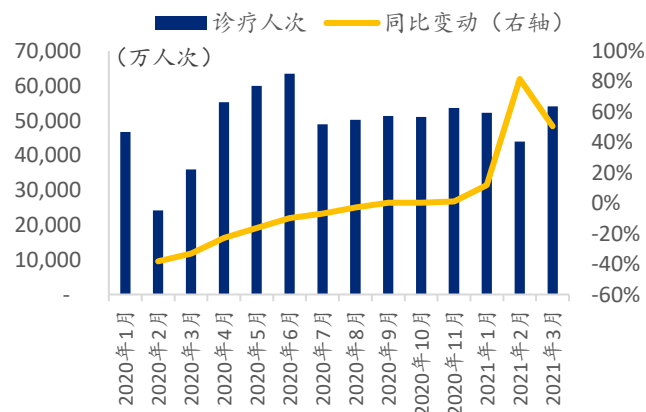
图表 49: 医疗服务板块个股年初至今涨幅



注：股价截至2021年5月31日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

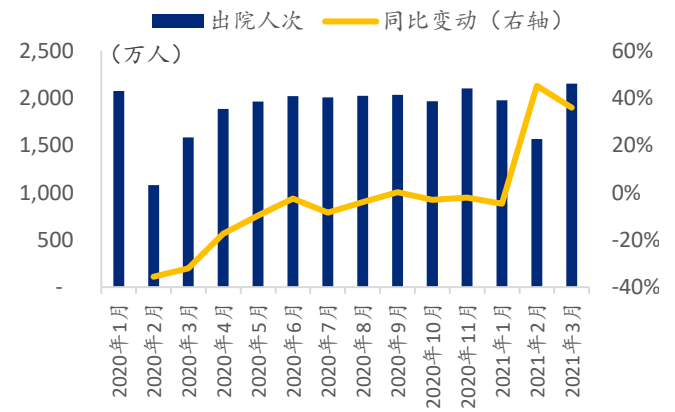
1Q21 医疗机构服务量因为去年的低基数呈现高增速。今年第一季度，全国医疗卫生机构总诊疗人次达 15 亿人次，同比增长 40.8%，出院人数达 5671.2 万人，同比增长 19.7%。从国家卫健委最新公布的 2021 年 3 月份数据看，3 月总诊疗人次同比分别同比增长 51%，环比增长 23%；出院人数同比增长 36%，环比增长 38%。

图表 50: 全国卫生机构诊疗人次



资料来源：国家卫健委、浦银国际

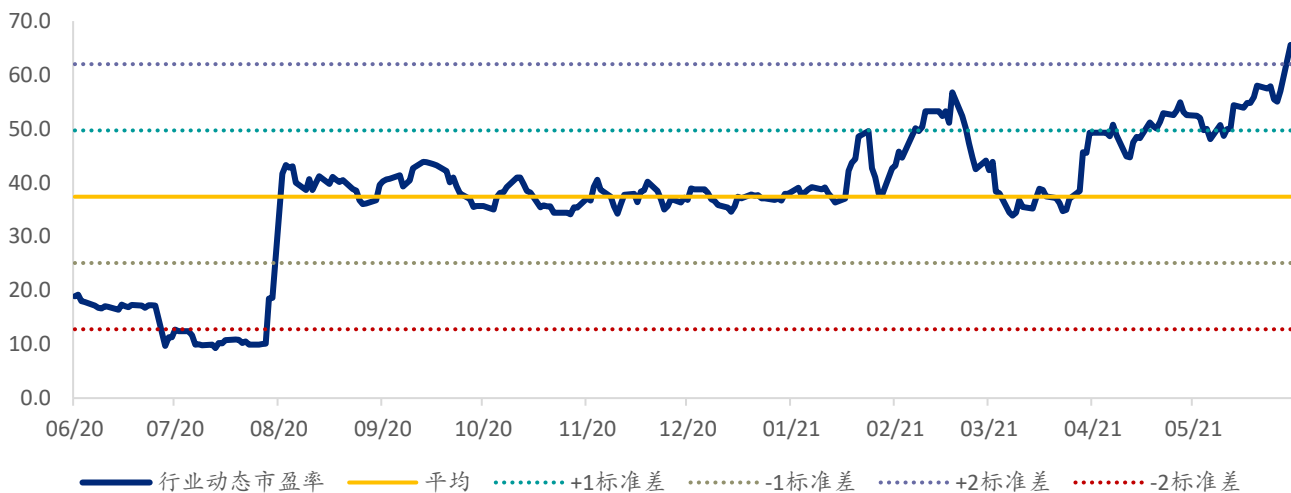
图表 51: 全国卫生机构出院人数



资料来源：国家卫健委、浦银国际

自费医疗服务行业市场空间巨大。对于眼科、牙科、体检、辅助生殖等公立医院资源不足、医保资金不覆盖的领域的医疗服务行业，将长期受益于居民相关健康意识及人均收入的提升。现金充足的医疗服务企业在收并购和人才设备引进上优势更明显，长期将会形成规模效应。但是，该行业估值目前处于 PE 的较高位，因此应谨慎对待。

图表 52：医疗服务行业 PE Band



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 53：医疗服务行业估值

公司名称	31-May 股价 (LC)	52周		市值(百 万美元)	自由流 通股%	PE			PS			EPS增速			PEG		
		高	低			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
锦欣生殖	22.4	23.0	9.4	7,221.8	66.1	107.8	78.0	62.8	26.2	20.9	17.0	68.5	38.2	24.3	1.6	2.0	2.6
海吉亚医疗	89.8	89.8	18.5	7,151.1	29.7	111.7	75.7	55.7	21.5	15.0	11.0	73.4	47.6	35.9	1.5	1.6	1.6
康基医疗	13.7	34.5	9.2	2,207.4	37.7	34.0	28.0	22.9	20.4	16.4	13.3	27.6	21.2	22.5	1.2	1.3	1.0
环球医疗	7.1	7.3	4.4	1,728.1	51.2	5.4	4.9	4.6	1.0	0.9	0.7	12.7	9.9	5.7	0.4	0.5	0.8
华润医疗	8.3	8.3	3.6	1,381.8	63.3	19.8	17.8	19.4	2.7	2.5	2.3	32.3	10.8	(7.9)	0.6	1.7	(2.5)
华检医疗	3.0	3.2	2.0	530.0	32.9	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
巨星医疗控股	1.2	1.4	1.1	348.4	23.8	10.6	8.6	7.9	0.5	0.4	0.4	135.6	23.6	9.1	0.1	0.4	0.9
康健国际医疗	0.3	0.8	0.3	334.6	45.1	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
康宁医院	27.0	30.7	13.2	259.5	76.5	19.8	16.5	14.2	NA	NA	NA	16.2	19.6	16.4	1.2	0.8	0.9
瑞慈医疗	1.2	1.4	0.7	250.0	27.3	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
弘和仁爱医疗	11.5	12.3	10.0	204.8	29.8	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
康华医疗	2.9	3.5	2.5	125.0	68.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
联合医务	1.1	1.4	0.7	112.9	41.3	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
新世纪医疗	1.4	2.1	0.9	85.2	55.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
盈健医疗	1.0	1.1	0.5	46.5	31.6	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
医疗服务						83.7	59.5	46.5	19.6	14.9	11.8	59.0	34.9	24.0	1.3	1.6	1.5

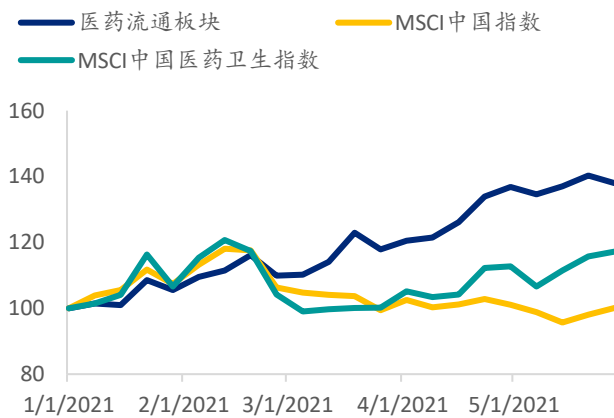
E=Bloomberg 预测 截至 2021 年 5 月 31 日收盘。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 医药流通行业：发力点在医疗器械和 DTP 药房

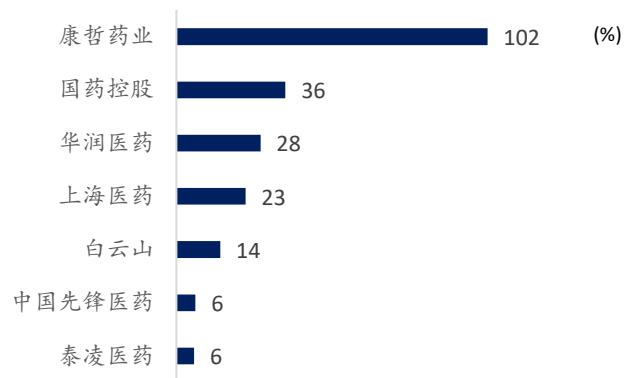
截至 2021 年 5 月 31 日，港股医药流通板块涨幅达 38%，跑赢 MSCI 中国医药指数和 MSCI 中国指数。康哲药业因为医美和线上渠道，股价在今年有很大涨幅，其他的医药流通股的涨幅属于估值修复。1Q21 医药流通板块整体受益于去年低基数的影响，同比录得较高增速。医疗器械目前行业集中度低，基层医疗机构未来对医疗器械的巨大需求也将是医药流通的增量。另外随着处方药外流，医药流通板块的零售业务，尤其是 DTP 药房发展前景较好。但板块目前处于 PE 的较高位，因此应谨慎对待。

图表 54: 医疗流通板块年初至今股价走势图



注：股价截至 2021 年 5 月 31 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 55: 医疗流通板块个股年初至今涨幅



注：股价截至 2021 年 5 月 31 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 56: 医疗流通行业 PE Band



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 57: 医药流通行业估值

公司名称	31-May 股价 (LC)	高	52周		自由流 通股%	PE			PS			EPS增速			PEG		
			低	市值(百 万美元)		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
国药控股	26.4	26.7	15.9	10,616.0	100.0	8.3	7.4	5.5	0.1	0.1	0.1	0.5	12.8	33.1	15.7	0.6	0.2
上海医药	17.5	18.9	12.0	9,099.6	84.0	7.8	7.0	6.4	0.3	0.2	0.2	17.2	11.2	9.9	0.5	0.6	0.6
白云山	23.6	24.4	18.2	7,797.5	100.0	9.5	8.3	NA	NA	NA	NA	13.8	14.2	NA	0.7	0.6	NA
康哲药业	19.9	20.8	7.5	6,335.7	50.8	13.6	11.9	10.9	4.9	4.2	3.7	8.0	14.0	9.9	1.7	0.9	1.1
华润医药	5.6	5.8	3.7	4,509.2	24.9	9.1	8.3	7.9	0.2	0.1	0.1	1.2	10.5	5.1	7.4	0.8	1.6
中国先锋医药	0.9	1.3	0.9	152.6	29.8	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
泰凌医药	0.1	0.1	0.1	31.9	44.9	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
医药流通						9.4	8.3	7.2	1.2	1.0	0.9	8.5	12.6	17.2	5.7	0.7	0.7

E=Bloomberg 预测 截至 2021 年 5 月 31 日收盘。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

医疗行业覆盖公司

云顶新耀 (1952.HK): 维持买入评级, 目标价 99.5 港元

核心药物 TROP-2 ADC Trodelvy™ (注射用戈沙妥组单抗) 治疗三阴乳腺癌的上市申请已获 NMPA 受理, 且纳入优先审评, 早于公司此前指引以及我们预期。此外, 公司已于 2021 年 1 月在新加坡提交了 Trodelvy 用于治疗 mTNBC 的 BLA。Trodelvy 其他适应症 UC 和 HR+/HER-2 mBC 临床进展顺利推进。Nefecon 原研药企 Calliditas 已于 2021 年 3 月基于 IgAN 的 A 部分数据向 FDA 递交 NDA, 近期 Nefecon 在美国的临床进展值得关注。我们维持买入评级和目标价 99.5 港元, 目标价基于 rNPV 模型得出。

东曜药业 (1875.HK): 维持买入评级, 目标价 9.5 港元

TOM218 醋酸甲地孕酮在上半年获批, TOZ309 替莫唑胺胶囊也在近期获批。CDMO 业务进展好于我们预期, 其中包括开拓药业的普克鲁胺目前在美国进行治疗轻中症男性 COVID-19 患者的 III 期临床, 已完成首例患者入组和给药, 以及两家生物科技公司的两款 ADC 药物。但贝伐珠单抗生物类似药竞品进度快于我们预期, 预计在下半年获批上市。我们维持买入评级和目标价 9.5 港元, 目标价基于 rNPV 模型得出。

荣昌生物 (9995.HK): 维持买入评级, 目标价 111.3 港元

泰他西普在中国获批上市, 用于治疗系统性红斑狼疮 (SLE), 此外还有 6 项适应症在国内开展临床, 其中进度较快的适应症视神经脊髓炎频谱系疾病 (NMOSD) 和类风湿关节炎 (RA) 目前均处于临床三期阶段。美国进度较快的为 SLE, 2020 年 4 月获 FDA 授予快速通道资格, 同意公司开展 III 期临床。公司已向 NMPA 提交了 ADC 药物 RC48 用于治疗 HER2 过表达局部晚期或转移性晚期胃癌 (GC) 的 NDA, 在 2020 年 8 月获 NMPA 受理和纳入优先审评, 我们预计年内可获批。我们维持买入评级和目标价 111.3 港元, 目标价基于 rNPV 模型得出。

再鼎医药 (9688.HK): 维持持有评级, 目标价 1,354 港元

再鼎医药的肿瘤电场疗法 Optune 治疗非小细胞肺癌 III 期临床 (LUNAR) 在美国进度快于预期; 公司核心药物则乐®于 3 月 1 日起执行医保谈判价, 降价幅度超预期; 擎乐® (瑞派替尼) 已获批上市。我们维持持有评级和目标价 1,354 港元, 目标价基于 rNPV 模型得出。

康龙化成 (300759.CH/3759.HK): 维持港股和 A 股买入评级, 港股目标价 200.0 港元, A 股目标价 200.0 人民币

公司仍处于快速成长期, 随着订单和项目数量增加, 规模效应有助毛利率继续提升。我们预计 2021/22/23E 收入和净利润增速分别为 52%/39%/32%和 55%/46%/38%。我们维持公司 A 股和港股买入评级, A 股目标价 200 人民币, 对应 2022E 年 59 倍和 2023E 年 43 倍 PE, 港股目标价 200 港元, 对应 2022E 年 49 倍和 2023E 年 36 倍 PE, 低于行业平均, 仍有不少上升空间。

药明康德 (603259.CH/2359.HK): 维持港股和 A 股买入评级, 港股目标价 240.0 港元, A 股目标价 210 人民币

药明康德 1Q21 增长仍然强劲, 且美国区实验室服务即将恢复, 预计净利润仍将维持较高增速。我们维持药明康德 A 股买入评级及目标价 210 人民币, 对应 2022E/23E 年 95 倍和 75 倍 PE。港股目标价 240 港元, 对应 2022E/23E 年 91 倍和 71 倍 PE, 作为行业龙头相较行业平均估值享有溢价, 维持买入评级。

药明生物 (2269.HK): 维持买入评级, 目标价至 133.0 港元

管理层暂维持 2021 年增长高于 50% 的业绩指引, 我们对增速预期更加乐观, 未来利润率会随着后期项目推进、里程碑付款和 2022 年潜在 Royalties 而提升。目标价对应 2022/23 年 125/82 倍 PE, 相较行业有溢价, 维持买入评级。

平安好医生 (1833.HK): 维持买入评级, 目标价 122.4 港元

借助平安集团的客户导流, 线上问诊流量远超同业, 战略升级后有望为高端付费客户和线下医疗带来更多资源。我们维持买入评级, 目标价对应 9.8 倍 2022 年市销率, 处于行业平均水平。

阿里健康 (241.HK): 维持持有评级, 目标价 21.0 港元

2021 财年业绩增速低于市场预期, 虽然是首个扭亏为盈的财年。母公司自身业务的不确定性带来市场负面情绪, 可能影响阿里健康未来股价的上升空间。我们维持持有评级, 目标价分别对应 2022 财年和 2023 财年 9.8x 和 6.8x 的 PS 倍数, 处于行业平均水平。

● 云顶新耀 (1952.HK)

财务报表分析与预测 - 云顶新耀

利润表

人民币千元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	0	0	10,576	120,868	629,196
营业成本	0	0	-1,058	-12,087	-62,920
一般及行政开支	-53,851	-277,833	-311,173	-357,849	-411,526
研发开支、分销及销售开支	-150,888	-410,657	-925,865	-970,174	-684,089
其他收入	29,253	1,084	1,084	1,084	1,084
其他亏损	-626	-1,051	-1,051	-1,051	-1,051
经营亏损	-176,112	-688,457	-1,227,487	-1,219,208	-529,306
财务成本净额	-1,947	-31,725	-46,618	-68,502	-100,659
向投资者发行的金融工具公允价值变动	-36,453	-4,937,983	0	0	0
除税前(亏损)/溢利	-214,512	-5,658,165	-1,274,105	-1,287,710	-629,965
所得税开支	0	0	0	0	0
净利润	-214,512	-5,658,165	-1,274,105	-1,287,710	-629,965
基本及摊薄EPS (元)	-41	-66	-4	-4	-2

资产负债表

人民币千元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
物业及设备	7,725	11,411	12,798	14,074	15,248
使用权资产	38,352	110,563	112,635	114,603	116,473
无形资产	1,663,449	2,006,056	2,051,056	2,096,056	2,141,056
投资	293,000	845,697	845,697	845,697	845,697
其他非流动资产	3,261	7,045	7,045	7,045	7,045
非流动资产合计	2,005,787	2,980,772	3,029,231	3,077,475	3,125,519
应收关联方款项	18,616	0	0	0	0
预付款项及其他流动资产	6,476	15,287	15,287	15,287	15,287
现金及现金等价物	106,061	4,481,122	3,472,062	1,838,222	1,185,920
流动资产合计	131,153	4,496,409	3,487,349	1,853,509	1,201,207
总资产	2,136,940	7,477,181	6,516,580	4,930,984	4,326,726
向投资者发行的金融工具	2,463,933	20,880	20,880	20,880	20,880
租赁负债	30,216	58,878	58,878	58,878	58,878
其他非流动负债	0	369,438	369,438	369,438	369,438
非流动负债合计	2,494,149	449,196	449,196	449,196	449,196
向投资者发行的金融工具	395,318	0	0	0	0
租赁负债	10,543	19,015	19,015	19,015	19,015
贸易及其他应付款项	80,779	167,459	480,962	183,077	208,783
应付关联方款项	17,233	440	440	440	440
流动负债合计	503,873	186,914	500,417	202,532	228,238
总负债	2,998,022	636,110	949,613	651,728	677,434
股本	17	198	198	198	198
储备	443,649	13,392,531	13,392,531	13,392,531	13,392,531
累计亏损	-1,257,851	-6,916,016	-8,190,121	-9,477,831	-10,107,795
累计其他全面亏损	-46,897	364,358	364,358	364,358	364,358
亏损中的总权益	-861,082	6,841,071	5,566,966	4,279,256	3,649,292
权益及负债总额	2,136,940	7,477,181	6,516,580	4,930,984	4,326,726

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

人民币千元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
除所得税前(亏损)/溢利	-214,512	-5,658,165	-1,274,105	-1,287,710	-629,965
物业及设备折旧	2797	818	1,113	1,224	1,326
使用权资产折旧	7,207	2,318	5,928	6,032	6,130
金融工具公允价值变动	36,453	-552,697	0	0	0
贸易及其他应付款项	26,471	0	0	0	0
经营活动净现金	-88,657	-5,753,569	-953,560	-1,578,340	-596,803
购买物业及设备	-7,083	-2,500	-2,500	-2,500	-2,500
就与天境生物的合作协议预付款项	-52,533	0	0	0	0
购买无形资产	-86,191	-53,000	-53,000	-53,000	-53,000
投资活动净现金	-47,365	-55,500	-55,500	-55,500	-55,500
租赁负债的本金部分	-8,302	37,134	0	0	0
股票发行及其他	70,298	656,714	0	0	0
融资活动净现金	61,996	693,848	0	0	0
汇率变动对现金及等价物的影响	-3,416	0	0	0	0
现金及现金等价物减少净额	-77,442	4,375,061	-1,009,060	-1,633,840	-652,303
年初/期初现金及现金等价物	183,503	106,061	4,481,122	3,472,062	1,838,222
期末现金及现金等价物	106,061	4,481,122	3,472,062	1,838,222	1,185,920

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (人民币元)					
每股亏损	-41	-66	-4	-4	-2
每股净资产	-165	80	19	14	12
每股经营现金流	-17	-67	-3	-5	-2
每股销售	0	0	0	0	2
估值 (倍)					
P/B	-0.38	0.79	3.36	4.37	5.13
P/S	NA	NA	1,769	155	30
盈利能力指标					
毛利率	NA	NA	90%	90%	90%
净利润率	NA	NA	-12047%	-1065%	-100%
净资产收益率	NA	-83%	-23%	-30%	-17%
资产回报率	-10%	-76%	-20%	-26%	-15%
盈利增长					
营业收入增长率	NA	NA	NA	1043%	421%
经营效率指标					
应付账款周转天数	128	128	128	128	128
偿债能力指标					
资产负债率	71%	1175%	686%	757%	639%
流动比率(x)	0.3	24.1	7.0	9.2	5.3
速动比率(x)	0.3	24.1	7.0	9.2	5.3
现金比率(x)	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0

● 东曜药业 (1875.HK)

财务报表分析与预测 - 东曜药业

利润表

(人民币千元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收益	45,308	22,491	143,909	352,622	772,067
收益成本	-11,316	-6,961	-21,586	-88,155	-177,575
研发开支	-191,078	-235,196	-156,429	-156,429	-50,000
销售开支	-31,544	-25,953	-25,904	-24,684	-77,207
一般及行政开支	-95,091	-46,855	-43,173	-35,262	-46,324
其他收益/(亏损)-净额	14,117	3,802	0	0	0
经营亏损	-269,604	-288,672	-103,182	48,092	420,961
财务收入	1,680	1,880	1,396	1,396	1,396
财务成本	-2,291	-1,706	-3,340	-3,674	-4,041
财务收入/(成本)-净额	-611	174	-1,944	-2,278	-2,645
向投资者发行的金融工具之公允价值变动	-29,085	0	0	0	0
除所得税前亏损	-299,300	-288,498	-105,126	45,815	418,316
所得税开支	0	0	0	-6,872	-62,747
净利润	-299,300	-288,498	-105,126	38,942	355,569
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-299,300	-288,498	-105,126	38,942	355,569
基本EPS (人民币)	-0.89	-0.51	-0.19	0.07	0.63

资产负债表

(人民币千元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
物业、厂房及设备	300,230	290,367	549,041	696,608	833,846
物业、厂房及设备之预付款项	9,244	416	416	416	416
使用权资产	28,435	20,639	19,908	19,235	18,616
无形资产	2,391	3,229	3,425	3,585	3,714
按公允价值计入其他全面收入的金融资产	7,991	8,076	8,076	8,076	8,076
其他非流动资产	54,708	69,229	69,229	69,229	69,229
非流动资产	402,999	391,956	650,096	797,149	933,897
存货	15,250	8,114	33,285	5,359	72,482
贸易应收款项及其他应收款项	14,406	5,851	17,805	11,177	52,280
预付款项	10,938	8,827	21,586	52,893	115,810
合约资产	2,450	902	902	902	902
按公允价值计入损益的金融资产	32,139	0	0	0	0
现金及现金等价物	539,180	225,533	130,608	57,519	53,441
流动资产	614,363	249,227	204,187	127,850	294,916
总资产	1,017,362	641,183	854,282	925,000	1,228,813
股本	1,874,438	1,874,438	1,874,438	1,874,438	1,874,438
其他储备	36,925	49,503	49,503	49,503	49,503
累计亏损	-1,053,086	-1,341,584	-1,446,710	-1,407,767	-1,052,199
权益	858,277	582,357	477,231	516,174	871,742
向投资者发行的金融工具借款	0	0	0	0	0
借款	0	0	200,000	250,000	250,000
租赁负债	12,299	6,083	6,083	6,083	6,083
非流动负债	12,299	6,083	206,083	256,083	256,083
借款	60,000	0	100,000	100,000	100,000
应计费用及其他应付款项	81,418	42,316	60,541	42,316	-9,439
合约负债	2,593	9,104	9,104	9,104	9,104
租赁负债	2,775	1,323	1,323	1,323	1,323
流动负债	146,786	52,743	170,968	152,743	100,988
总负债	159,085	58,826	377,051	408,826	357,071

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(人民币千元)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
净利润	-299,300	-288,498	-105,126	38,942	355,569
折旧及摊销	27,351	26,815	43,860	54,946	65,252
金融工具的公允价值变动	29,085	0	0	0	0
营运资金变动:	-32,495	-13,241	-31,659	-14,979	-222,898
存货	-12,145	7,136	-25,171	27,926	-67,123
贸易应收款项及其他应收款项	-4,712	8,555	-11,954	6,628	-41,103
预付款项及其他非流动资产	-16,698	2,111	-12,759	-31,307	-62,917
合约资产	-390	1,548	0	0	0
经营活动所用现金净额	-250,805	-275,098	-90,981	81,188	200,568
购置物业、厂房及设备	-29,104	-41,000	-301,000	-201,000	-201,000
购置无形资产	-1,054	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000
物业、厂房及设备预付款项	-7,182	8,828	0	0	0
投资按公允价值计入损益的金融资产	-131,800	32,054	0	0	0
投资活动所用现金净额	-51,102	-1,118	-302,000	-202,000	-202,000
银行借款所得款项	60,000	-60,000	300,000	50,000	0
租赁负债付款	-1,583	-7,668	0	0	0
融资活动所得现金净额	583,022	-37,605	300,000	50,000	0
现金及现金等价物增加净额	280,591	-313,647	-94,925	-73,090	-4,077
年初现金及现金等价物	256,751	539,180	225,533	130,608	57,519
年末现金及现金等价物	539,180	225,533	130,608	57,519	53,441

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (人民币元)					
每股亏损	-0.89	-0.51	-0.19	0.07	0.63
每股收入	0.13	0.04	0.25	0.62	1.36
每股净资产	2.55	1.03	0.84	0.91	1.54
每股经营现金流	-0.75	-0.49	-0.16	0.14	0.35
估值 (倍)					
P/B	1.5	3.7	4.5	4.1	2.5
P/S	28.1	95.1	14.9	6.1	2.8
盈利能力指标					
毛利率	75%	69%	85%	75%	77%
净利润率	-661%	-1283%	-73%	11%	46%
净资产收益率	-35%	-50%	-22%	8%	41%
资产回报率	-29%	-45%	-12%	4%	29%
投资资本回报率	-33%	-50%	-14%	5%	34%
同比变动					
营业收入	16%	-50%	540%	145%	119%
经营效率指标					
存货周转天数	296	613	350	80	80
应收账款周转天数	97	164	30	15	15
应付账款周转天数	144	96	120	120	120
偿债能力指标					
资产负债率	16%	9%	44%	44%	29%
流动比率(x)	4.2	4.7	1.2	0.8	2.9
速动比率(x)	4.1	4.6	1.0	0.8	2.2
现金比率(x)	0.9	0.9	0.6	0.4	0.2

● 荣昌生物 (9995.HK)

财务报表分析与预测 - 荣昌生物

利润表

人民币千元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收益	0	0	137,931	434,779	1,692,927
销售成本	0	0	-13,793	-43,478	-169,293
毛利	0	0	124,138	391,301	1,523,634
其他收入及收益	38,481	75,400	19,508	55,892	75,400
销售及分销开支	-621	-24,180	-27,586	-86,956	-338,585
行政开支	-68,434	-217,623	-239,385	-263,324	-289,656
研发成本	-352,066	-465,821	-510,950	-642,950	-771,540
金融资产减值亏损	134	-47	0	0	0
其他开支	-3,985	-36,324	-36,324	-36,324	-36,324
财务成本	-43,789	-29,226	-33,902	-33,902	-33,902
除税前亏损	-430,280	-697,821	-704,502	-616,263	129,026
所得税开支	0	0	0	0	0
净利润	-430,280	-697,821	-704,502	-616,263	129,026
基本及摊薄EPS (人民币)	-1.24	-1.45	-1.44	-1.26	0.26

现金流量表

人民币千元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
除税前亏损	-430,280	-697,821	-704,502	-616,263	129,026
物业、厂房及设备折旧	40,203	44,777	72,205	74,429	76,475
使用权资产折旧	1,769	1,891	19,661	17,259	15,193
其他无形资产摊销	800	576	1,376	1,004	733
存货增加	-1,576	-34,957	15,715	21,399	-275,759
应收票据减少	20,802	1,058	0	0	0
预付款项及其他资产减少	-10,683	-72,546	0	0	0
其他应付款项增加	23,481	-509,282	95,250	79,200	77,154
其他	72,738	-89,576	33,902	33,902	33,902
经营活动现金净额	-282,746	-1,355,880	-466,392	-389,069	56,724
购买物业、厂房及设备项目	-65,209	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000
购买土地使用权项目	0	-2,500	-2,500	-2,500	-2,500
其他	-29,891	0	0	0	0
融资活动现金净额	-95,100	-102,500	-102,500	-102,500	-102,500
新增银行借款	146,000	48,124	0	0	0
股东出资	90,000	0	0	0	0
租赁付款的本金部分	-1,603	79,073	0	0	0
其他	172,925	4,065,159	-33,902	-33,902	-33,902
投资活动现金净额	407,322	4,192,356	-33,902	-33,902	-33,902
现金及现金等价物增加	29,476	2,733,976	-602,795	-525,472	-79,678
年初现金及现金等价物	5,069	34,545	2,768,521	2,165,726	1,640,254
外汇汇率变动	0	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	34,545	2,768,521	2,165,726	1,640,254	1,560,577

资产负债表

人民币千元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
物业、厂房及设备	459,713	802,568	830,363	855,934	879,459
使用权资产	11,007	137,939	120,778	106,019	93,326
其他无形资产	2,133	5,095	3,719	2,715	1,982
指定按公允价值计入其他全面收益的股权投资	11,448	12,907	12,907	12,907	12,907
其他非流动资产	67,436	181,841	181,841	181,841	181,841
非流动资产	551,737	1,140,350	1,149,607	1,159,415	1,169,515
存货	31,247	66,204	50,489	29,090	304,848
应收票据	1,058	0	0	0	0
预付款项、其他应收款项及其他资产	29,858	102,404	102,404	102,404	102,404
已抵押存款	40,866	40,212	40,212	40,212	40,212
现金及现金等价物	34,545	2,768,521	2,165,726	1,640,254	1,560,577
流动资产	137,574	2,977,341	2,358,832	1,811,960	2,008,041
贸易应付款项及应付票据	67,697	62,646	62,646	62,646	62,646
其他应付款项及应计费用	720,602	211,320	306,570	385,770	462,924
计息银行借款	60,000	108,124	108,124	108,124	108,124
租赁负债	1,602	42,990	42,990	42,990	42,990
递延收入	7,052	6,208	6,208	6,208	6,208
流动负债	856,953	431,288	526,538	605,738	682,892
租赁负债	3,762	46,578	46,578	46,578	46,578
递延收入	60,565	45,204	45,204	45,204	45,204
非流动负债	64,327	91,782	91,782	91,782	91,782
股本	0	489,837	489,837	489,837	489,837
实收资本	168,654	0	0	0	0
储备	-400,623	3,104,784	2,400,282	1,784,019	1,913,045
权益	-231,969	3,594,621	2,890,119	2,273,856	2,402,882

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (人民币元)					
每股亏损	-1.24	-1.45	-1.44	-1.26	0.26
每股净资产	NA	7.46	5.90	4.64	4.91
每股经营现金流	NA	-2.81	-0.95	-0.79	0.12
每股销售	NA	0.00	0.28	0.89	3.46
估值 (倍)					
P/B	NA	12	16	20	19
P/S	NA	NA	330	105	27
盈利能力指标					
毛利率	NA	NA	90%	90%	90%
净利润率	NA	NA	-511%	-142%	8%
净资产收益率	185%	-19%	-24%	-27%	5%
资产回报率	-62%	-17%	-20%	-21%	4%
投资资本回报率	185%	-19%	-24%	-27%	5%
盈利增长					
营业收入增长率	-100%	NA	NA	215%	289%
经营效率指标					
应收票据周转天数	NA	NA	354	354	354
其他应付账款周转天数	5	1	1	1	1
偿债能力指标					
资产负债率	134%	13%	18%	23%	24%
流动比率(x)	0.2	6.9	4.5	3.0	2.9
速动比率(x)	0.1	6.7	4.4	2.9	2.5
现金比率(x)	0.3	0.9	0.9	0.9	0.8

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

● 再鼎医药 (9688.HK)

财务报表分析与预测 - 再鼎医药

千美元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	12,985	48,958	181,790	333,534	566,242
销售成本	-3,749	-16,736	-54,537	-100,060	-169,873
研发	-142,221	-222,711	-267,253	-293,979	-293,979
销售、一般及行政	-70,211	-111,312	-90,895	-133,414	-169,873
经营亏损	-203,196	-301,801	-230,895	-193,918	-67,482
利息收入	8,232	5,120	8,646	12,969	19,454
利息支出	-293	-181	-228	-228	-228
其他收入(开支), 净额	938	29,076	-1,351	-20,279	-34,428
所得税费用	0	0	0	0	0
分占权益法投资亏损	-752	-1,119	-909	-1,668	-2,831
亏损净额	-195,071	-268,905	-224,737	-203,124	-85,515
少数股东权益	0	0	0	0	0
普通股股东应占亏损净额	-195,071	-268,905	-224,737	-203,124	-85,515

千美元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
亏损净额	-195,071	-268,905	-224,737	-203,124	-85,515
折旧及摊销开支	3,766	2,635	3,416	3,575	3,717
分占权益法投资亏损	752	1,119	909	1,668	2,831
经营资产及负债变动	-23,283	52,649	-29,206	-9,507	-45,879
经营活动所用现金净额	-191,011	-782,295	-249,617	-207,388	-124,845
购买物业及设备	-6,035	-10,444	-5,000	-5,000	-5,000
购买土地使用权	-7,836	0	0	0	0
购买无形资产	-1,371	0	0	0	0
其他	350	0	0	0	0
投资活动所用现金净额	-14,892	-10,444	-5,000	-5,000	-5,000
短期借贷所得款项净额	2,901	0	0	0	0
公开发售时发行普通股所得款项	216,200	1,158,924	0	200,000	0
其他	201	0	0	0	0
融资活动所得现金净额	219,302	1,158,924	0	200,000	0
期末现金及受限制现金	76,442	442,626	188,009	175,620	45,775
受限制现金	510	510	510	510	510
现金、现金等价物	75,932	442,116	187,499	175,110	45,265

资产负债表

千美元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	75,932	442,116	187,499	175,110	45,265
短期投资	200,000	744,676	744,676	744,676	744,676
应收账款	3,791	5,165	14,757	21,795	40,259
存货	6,005	13,144	46,623	63,033	123,129
预付款项及其他流动资产	6,736	10,935	10,935	10,935	10,935
流动资产总额	292,464	1,216,036	1,004,489	1,015,548	964,264
非流动受限制现金	510	743	743	743	743
物业及设备, 净额	21,353	29,162	30,746	32,171	33,454
经营租赁使用权资产	15,071	17,701	17,701	17,701	17,701
土地使用权	7,655	7,908	7,908	7,908	7,908
无形资产, 净额	1,148	1,532	1,532	1,532	1,532
长期押金	377	862	862	862	862
可收回增值税	13,737	22,141	22,141	22,141	22,141
非流动资产总额	62,689	81,602	82,277	82,035	80,486
资产总额	355,153	1,297,638	1,086,766	1,097,583	1,044,751
短期借贷	6,450	0	0	0	0
应付账款	22,660	62,641	76,506	90,446	123,129
流动经营租赁负债	4,351	5,206	5,206	5,206	5,206
其他流动负债	13,174	30,196	30,196	30,196	30,196
流动负债	46,635	98,043	111,908	125,848	158,531
递延收入	2,881	16,858	16,858	16,858	16,858
非流动经营租赁负债	10,977	13,392	13,392	13,392	13,392
非流动负债总额	13,858	30,250	30,250	30,250	30,250
夹层权益	0	0	0	0	0
普通股	4	5	5	5	5
额外实缴资本	734,734	1,897,467	1,897,467	2,097,467	2,097,467
累计亏损	-444,698	-713,603	-938,340	-1,141,464	-1,226,978
累计其他综合收益	4,620	-14,524	-14,524	-14,524	-14,524
股东权益总额	294,660	1,169,345	944,608	941,484	855,970
负债及权益总额	355,153	1,297,638	1,086,766	1,097,583	1,044,751

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (美元)					
每股亏损	-3.03	-3.46	-2.89	-2.62	-1.10
每股净资产	4.58	15.06	12.16	12.12	11.02
每股经营现金流	-2.97	-10.07	-3.21	-2.67	-1.61
每股销售	0.20	0.63	2.34	4.29	7.29
估值 (倍)					
P/B	39	12	15	15	16
P/S	878	281	76	41	24
盈利能力指标					
毛利率	71%	66%	70%	70%	70%
归母净利润率	-1502%	-549%	-124%	-61%	-15%
净资产收益率	-71%	-37%	-21%	-22%	-10%
资产回报率	-59%	-33%	-19%	-19%	-8%
盈利增长					
营业收入增长率	9966%	277%	271%	83%	83%
经营效率指标					
存货周转天数	293	209	200	200	200
应收票据周转天数	55	33	20	20	20
应付账款周转天数	2,925	930	466	305	229
偿债能力指标					
资产负债率	17%	10%	13%	14%	18%
流动比率(x)	6.3	12.4	9.0	8.1	6.1
速动比率(x)	6.0	12.2	8.7	7.8	5.8
现金比率(x)	1.6	4.5	1.7	1.4	0.3

● 康龙化成 (300759.CH/3759.HK)

财务报表分析与预测 - 康龙化成

利润表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,757	5,134	7,820	10,896	14,394
营业成本	-2,425	-3,217	-4,859	-6,635	-8,594
毛利率%	35%	37%	38%	39%	40%
销售费用	-73	-93	-133	-185	-245
销售费用率%	2%	2%	2%	2%	2%
管理费用	-526	-685	-899	-1,220	-1,569
管理费用率%	14%	13%	12%	11%	11%
营业利润	633	1,319	2,100	3,102	4,325
摊销	375	438	768	251	349
EBITDA	1,044	1,471	2,541	2,899	4,077
财务费用	-82	-24	-13	-20	-28
财务费用率%	-7%	-6%	-1%	-1%	-1%
其他收入和收益	70	493	391	545	720
其他费用	-12	-144	-24	-34	-45
资产减值损失	-5	-15	-11	-16	-21
税前净利润	633	1,319	2,100	3,102	4,325
所得税	-102	-172	-315	-465	-649
有效所得税率%	16%	13%	15%	15%	15%
净利润	531	1,147	1,785	2,636	3,676
少数股东损益	-17	-25	-38	-29	-4
归母净利润	547	1,172	1,823	2,666	3,681
扣非归母净利润	505	801			

现金流量表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营运资金变动	-572	210	-977	-632	-617
经营现金流	939	1,649	1,575	2,255	3,408
购买物业、厂房及设备	-205	-1,308	-427	-595	-787
收购	-694	-1,083	-300	-300	-300
投资现金流	-1,045	-2,790	-727	-895	-1,087
债权募资	727	733	733	733	733
股权募资	5,093	6	0	0	0
银行和其他借款还款	-1,289	-779	-100	-100	-100
融现现金流	4,246	-280	633	633	633
现金净流量	4,139	-1,421	1,481	1,992	2,954

资产负债表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,442	2,935	4,416	6,408	9,362
应收款项	857	1,077	2,179	2,656	3,967
存货	97	129	129	619	350
其它流动资产	548	1,400	1,615	1,777	1,961
流动资产合计	5,944	5,540	8,338	11,459	15,640
固定资产	2,973	3,841	3,501	3,846	4,283
使用权资产	18	7	7	7	7
商誉	203	1,166	1,166	1,166	1,166
其他非流动资产	796	1,354	1,654	1,954	2,254
非流动资产合计	3,991	6,368	6,328	6,973	7,710
资产总计	9,935	11,909	14,666	18,432	23,350
短期借款	301	386	1,019	1,651	2,284
应付账款	118	191	315	413	577
其他应付账款	487	819	975	1,331	1,724
其它流动负债	364	585	646	688	740
流动负债合计	1,270	1,982	2,954	4,084	5,325
长期借款	544	395	395	395	395
其它长期负债	284	598	452	452	452
非流动负债合计	827	993	846	846	846
负债总计	2,097	2,975	3,801	4,930	6,171
股本	722	749	749	749	749
储备	7,045	8,121	9,944	12,610	16,291
母公司拥有者应估权益	7,767	8,870	10,693	13,359	17,039
少数股东权益	71	63	26	-4	-8
负债和所有者权益合计	9,935	11,909	14,520	18,285	23,203

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	0.8	1.5	2.3	3.4	4.7
每股净资产	11.8	11.2	13.5	16.9	21.5
每股经营现金流	1.4	2.1	2.0	2.9	4.3
每股股利	0.1	0.2	0.3	0.5	0.7
估值 (倍)					
P/E	187.0	104.8	67.4	46.1	33.4
P/B	13.2	13.8	11.5	9.2	7.2
P/S	27.2	23.9	15.7	11.2	8.5
EV/EBITDA	98.0	83.5	48.4	42.4	30.1
盈利能力比率 (%)					
毛利率	35%	37%	38%	39%	40%
净利润率	15%	23%	23%	24%	26%
净资产收益率	11%	14%	19%	22%	24%
资产回报率	7%	11%	14%	16%	18%
投资资本回报率	10%	10%	14%	18%	20%
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	29%	37%	52%	39%	32%
EBIT 增长率	52%	54%	72%	49%	41%
净利润增长率	58%	114%	55%	46%	38%
偿债能力指标					
资产负债率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
流动比率	4.7	2.8	2.8	2.8	2.9
速动比率	4.6	2.7	2.8	2.7	2.9
现金比率	3.5	1.5	1.5	1.6	1.8
经营效率指标					
应收帐款周转天数	71.0	74.0	76.0	81.0	84.0
应付帐款周转天数	17.0	18.0	19.0	20.0	21.0
存货周转天数	12.6	15.6	18.6	20.6	20.6
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
固定资产周转率	1.3	1.5	2.1	3.0	3.5

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

● 药明康德 (603259.CH/2359.HK)

财务报表分析与预测 - 药明康德 (H股)

利润表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	12,872	16,535	22,280	28,583	35,887
营业成本	-7,866	-10,280	-13,848	-17,657	-22,113
毛利率	39%	38%	38%	38%	38%
销售费用	-439	-588	-811	-1,012	-1,270
销售费用率	3%	4%	4%	4%	4%
管理费用	-1,509	-1,870	-2,543	-3,234	-4,025
管理费用率	12%	11%	11%	11%	11%
营业利润	2,468	3,104	3,942	5,279	6,721
财务费用	-128	-196	-281	-306	-332
财务费用率	9%	2%	21%	19%	17%
其他收入	249	326	446	572	718
其他收益/损失	-189	239	706	906	1,138
资产减值损失	-43	-13	-22	-29	-36
税前净利润	2,337	3,369	4,768	6,393	8,173
所得税	-426	-383	-868	-1,164	-1,488
有效所得税率%	18%	11%	18%	18%	18%
税后收入	1,911	2,986	3,900	5,229	6,685
少数股东损益	-57	-26	-89	-114	-144
归母净利润	1,855	2,960	3,811	5,115	6,541

资产负债表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,223	10,228	4,907	3,111	7,691
应收款项	3,556	4,338	6,264	7,180	9,503
存货	1,208	1,934	1,648	2,919	2,801
其它流动资产	2,676	6,560	6,560	6,560	6,560
流动资产合计	12,663	23,059	19,379	19,769	26,554
固定资产	7,666	10,137	14,861	20,063	22,934
商誉	1,362	1,392	2,358	3,025	3,798
可供出售金融资产	4,009	6,717	6,717	6,717	6,717
其他非流动资产	3,539	4,986	8,182	8,721	7,560
非流动资产合计	16,576	23,232	32,117	38,525	41,008
资产总计	29,239	46,291	51,496	58,295	67,562
短期借款	1,810	1,230	1,497	1,764	2,031
应付账款	3,393	4,550	6,246	7,424	9,574
其他应付账款	25	24	24	24	24
其它流动负债	1,407	2,116	1,748	2,187	2,696
流动负债合计	6,634	7,920	9,514	11,398	14,325
长期借款	762	0	0	0	0
其它长期负债	4,433	5,652	5,652	5,652	5,652
非流动负债合计	5,195	5,652	5,652	5,652	5,652
负债总计	11,829	13,573	15,167	17,051	19,977
股本	1,651	2,442	2,442	2,442	2,442
储备	15,661	30,052	33,752	38,781	45,266
母公司拥有人应占权益	17,312	32,494	36,194	41,223	47,707
少数股东权益	97	225	136	21	-122
负债和所有者权益合计	29,239	46,291	51,496	58,295	67,562

现金流量表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营运资金变动	0	-350	55	-1,009	-54
经营现金流	2,529	-566	3,497	4,545	6,996
购买物业、厂房及设备	-2,269	-2,976	-4,723	-5,202	-2,871
收购	-2,122	-4,185	-4,162	-1,206	388
投资现金流	-4,588	-14,132	-8,886	-6,408	-2,483
债权募资	4,927	1,000	1,000	1,000	1,000
股权募资	31	0	0	0	0
银行和其他借款还款					
融资现金流	1,558	19,703	67	67	67
现金净流量	-501	5,005	-5,321	-1,796	4,580

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	1.13	1.27	1.63	2.19	2.81
每股净资产	0.01	0.02	0.02	0.03	0.03
每股经营现金流	1.55	-0.35	2.13	2.77	4.27
每股股利	0.34	0.23	0.31	0.41	0.53
估值 (倍)					
P/E	122.5	109.1	84.7	63.1	49.4
P/B	13.1	7.0	6.3	5.5	4.8
P/S	17.6	13.7	10.2	7.9	6.3
EV/EBITDA	66.0	48.3	31.5	24.9	23.0
盈利能力比率					
毛利率	38.9%	37.8%	37.8%	38.2%	38.4%
净利润率	14.4%	17.9%	17.1%	17.9%	18.2%
净资产收益率	10.6%	11.9%	11.1%	13.2%	14.7%
资产回报率	7.1%	7.8%	7.8%	9.3%	10.4%
投资资本回报率	11.4%	10.8%	9.0%	10.6%	11.8%
盈利增长					
营业收入增长率	33.9%	28.5%	34.7%	28.3%	25.6%
EBIT增长率	19.2%	18.8%	17.7%	18.5%	18.7%
净利润增长率	-18.0%	59.6%	28.7%	34.2%	27.9%
偿债能力指标					
资产负债率	0.40	0.29	0.29	0.29	0.30
流动比率	1.91	2.91	2.04	1.73	1.85
速动比率	1.73	2.67	1.86	1.48	1.66
现金比率	0.79	1.29	0.52	0.27	0.54
经营效率指标					
应收帐款周转天数	86	88	87	86	85
应付帐款周转天数	139	141	142	141	140
存货周转天数	47	47	47	47	47
总资产周转率	0.50	0.44	0.46	0.52	0.57
固定资产周转率	1.88	1.86	1.78	1.64	1.67

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

● 药明生物 (2269.HK)

财务报表分析与预测 - 药明生物

利润表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,984	5,612	8,789	13,392	20,357
营业成本	-2,325	-3,079	-5,026	-7,658	-11,641
毛利率	42%	45%	43%	43%	43%
销售费用	-77	-94	-174	-265	-403
销售费用率	2%	2%	2%	2%	2%
管理费用	-367	-511	-858	-1,307	-1,987
管理费用率	9%	9%	10%	10%	10%
营业利润	955	1,623	2,178	3,318	5,043
财务费用	-20	-43	-39	-39	-39
财务费用率	2%	4%	4%	4%	0%
其他收入	180	220	496	756	1,150
其他收益/损失	22	283	176	268	407
其他费用	-10	-118	-22	-33	-51
税前净利润	1,127	1,966	2,789	4,270	6,510
所得税	-116	-273	-418	-640	-977
有效所得税率%	10%	14%	15%	15%	15%
净利润	1,010	1,693	2,370	3,629	5,534
少数股东损益	3	-4	18	27	41
归母净利润	1,014	1,689	2,388	3,656	5,575

资产负债表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	6,205	7,096	10,400	10,221	13,930
应收款项	1,737	3,242	4,174	7,272	10,127
存货	399	1,084	910	2,213	2,534
其它流动资产	1,330	2,783	1,330	1,330	1,330
流动资产合计	9,672	14,204	16,815	21,036	27,922
固定资产	6,338	11,996	11,649	13,387	15,062
无形资产	416	392	416	416	416
其他非流动资产	1,176	2,371	1,176	1,176	1,176
非流动资产合计	7,930	14,759	13,241	14,979	16,654
资产总计	17,602	28,964	30,056	36,016	44,575
短期借款	506	767	506	506	506
应付账款	1,844	2,729	3,924	6,254	9,280
关联方借款	336	665	336	336	336
其它流动负债	185	338	185	185	185
流动负债合计	2,871	4,498	4,951	7,282	10,308
长期借款	1,395	1,838	1,395	1,395	1,395
其它长期负债	440	1,728	440	440	440
非流动负债合计	1,835	3,566	1,835	1,835	1,835
负债总计	4,706	8,064	6,786	9,117	12,143
股本	0	0	0	0	0
储备	12,784	20,564	22,952	26,608	32,183
母公司拥有应占权益	12,784	20,564	22,952	26,608	32,183
少数股东权益	112	335	317	291	250
负债和所有者权益合计	17,602	28,964	30,056	36,016	44,575

现金流量表

(百万人民币)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营运资金变动	-596	-2,605	1,736	-2,070	-150
经营现金流	587	-372	4,866	2,232	6,152
购买物业、厂房及设备	-3,200	-4,500	-2,109	-2,411	-2,443
投资现金流	-3,200	-4,500	-2,109	-2,411	-2,443
银行借款还款	0	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
融资现金流	0	5,762	548	0	0
现金净流量	-2,613	890	3,305	-179	3,709

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	0.8	0.4	0.6	0.9	1.4
每股净资产	10.3	5.2	5.6	6.5	7.9
每股经营现金流	0.5	-0.1	1.2	0.5	1.5
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值 (倍)					
P/E	124.6	238.6	174.3	113.8	74.6
P/B	9.9	19.6	18.1	15.6	12.9
P/S	31.7	71.8	47.3	31.1	20.4
EV/EBITDA	112.0	186.3	141.7	104.3	71.6
股息率 (%)	0%	0%	0%	0%	0%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	42%	45%	43%	43%	43%
净利润率	25%	30%	27%	27%	27%
净资产收益率	10%	10%	11%	15%	19%
资产回报率	8%	7%	8%	11%	14%
投资资本回报率	8%	7%	8%	10%	13%
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	57%	41%	57%	52%	52%
EBIT 增长率	65%	70%	34%	52%	52%
净利润增长率	60%	68%	40%	53%	52%
偿债能力指标					
资产负债率	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
流动比率	3.4	3.2	3.4	2.9	2.7
速动比率	3.2	2.9	3.2	2.6	2.5
现金比率	2.2	1.6	2.1	1.4	1.4
经营效率指标					
应收帐款周转天数	128.5	161.9	154.0	156.0	156.0
应付帐款周转天数	200.6	271.0	241.5	242.5	243.5
存货周转天数	49.2	87.9	72.4	74.4	74.4
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.4	0.5
固定资产周转率	0.9	0.6	0.7	1.1	1.4

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

平安好医生 (1833.HK)

财务报表分析与预测 - 平安好医生

利润表

(百万人民币)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
营业收入	3,338	5,065	6,866	8,603	11,995
营业成本	(2,426)	(3,894)	(5,002)	(6,355)	(8,622)
毛利润	912	1,171	1,864	2,248	3,374
毛利率	27%	23%	27%	26%	28%
销售费用	(1,238)	(1,207)	(1,587)	(2,144)	(2,810)
管理费用	(995)	(1,075)	(1,017)	(1,524)	(1,944)
折旧及摊销	(45)	(146)	(170)	(199)	(89)
核心经营利润	(1,321)	(1,111)	(739)	(1,420)	(1,380)
核心经营利润率	-40%	-22%	-11%	-17%	-12%
其他收益	183	109	(385)	168	235
其他收入	28	42	205	37	51
财务费用	202	253	100	135	108
分占联营公司亏损	(4)	(27)	(122)	(9)	(12)
税前收入	(912)	(734)	(941)	(1,088)	(998)
所得税	(1)	(13)	(7)	0	0
净利润	(913)	(747)	(949)	(1,088)	(998)
少数股东权益	(1)	(13)	(0)	(11)	(10)
公司股东权益	(912)	(734)	(948)	(1,077)	(988)

现金流量表

(百万人民币)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
年内亏损	(913)	(747)	(949)	(1,088)	(998)
折旧和摊销	45	146	170	199	89
财务费用-净值	(202)	(253)	(174)	(135)	(108)
贸易及其他应收款项增加/(减少)	(39)	(341)	(688)	(311)	(1,465)
贸易及其他应付款项增加	85	681	(29)	934	775
其他	(61)	9	567	9	12
经营活动所得现金流量净额	(1,085)	(504)	(1,102)	(393)	(1,695)
处置物业、厂房及设备的所得款项	0	2	0	0	0
购买物业、厂房及设备	(198)	(133)	(73)	(100)	(100)
处置金融资产的所得款项	1,406	1,890	5,522	0	0
购买按公允价值计入损益的金融资产	(1,561)	(5,246)	(7,674)	0	0
收回三個月以上定期存款所得款项	327	8,522	0	0	0
三個月以上定期存款付款	(8,337)	(500)	(300)	0	0
其他	(1,194)	(58)	28	135	108
投资活动所用现金流量净额	(9,557)	4,477	(2,497)	35	8
发行股份所得款项	7,100	0	6,869	0	0
银行贷款及其他借款所得款项	0	0	0	0	0
银行贷款及其他借款还款	0	0	0	0	0
其他	(84)	9	53	0	0
融资活动所得/(所用)现金流量净额	7,016	9	6,922	0	0
现金及现金等价物增加/(减少)净额	(3,627)	3,981	3,323	(358)	(1,687)
期初的现金及现金等价物	4,595	926	4,965	7,920	7,563
外币汇率变动影响净额	(41)	58	(368)	0	0
期末的现金及现金等价物	926	4,965	7,920	7,563	5,876

资产负债表

(百万人民币)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
现金及现金等价物	926	4,965	7,920	7,563	5,876
存货	39	75	160	243	399
应收款项	431	649	1,058	1,176	2,268
合同资产	61	141	102	102	102
预付款项、其他应收款项及其他资产	372	223	439	550	767
以摊余成本计量的金融资产	0	575	2,010	2,010	2,010
按公允价值计入损益的金融资产	521	1,849	3,566	3,566	3,566
定期存款	5,745	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总额	8,094	8,478	15,256	15,209	14,987
商誉	967	967	970	970	970
物业、厂房及设备	172	186	166	178	186
使用权资产	0	94	115	0	0
其他无形资产	86	106	102	106	110
于联营&合营公司的投资	255	510	451	443	431
预付账款及其他应收款项	0	7	77	77	77
以摊余成本计量的金融资产	0	1,516	571	571	571
按公允价值计入损益的金融资产	0	16	16	16	16
定期存款	2,799	500	838	838	838
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产总值	4,280	3,901	3,307	3,199	3,198
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款和其他应付款项	1,488	1,777	1,863	2,796	3,572
合约负债	619	837	730	730	730
租赁负债	0	51	75	75	75
其他	0	0	0	0	0
流动负债总额	2,106	2,665	2,668	3,601	4,376
租赁负债	0	44	39	39	39
应付账款和其他应付款项	0	0	0	0	0
非流动负债总额	0	44	39	39	39
股本	0	0	0	0	0
库存股份	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
储备	13,332	13,519	20,652	20,652	20,652
累计亏损	(3,133)	(3,870)	(4,819)	(5,896)	(6,884)
权益	10,199	9,649	15,833	14,756	13,768
少数股东权益	68	21	23	12	2
权益总额	10,267	9,669	15,856	14,768	13,770

主要财务比率

	2018	2019	2020A	2021E	2022E
每股指标 (人民币元)					
每股收益 (基本)	(1.0)	(0.7)	(0.9)	(1.0)	(1.0)
每股收益 (摊薄)	(1.0)	(0.7)	(0.9)	(1.0)	(1.0)
每股净资产	9.6	9.0	15.4	14.3	13.4
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值 (倍)					
P/E	na	na	na	na	na
P/B	8	8	5	5	6
P/S	21	15	11	9	7
EV/EBITDA	na	na	na	na	na
股息率 (%)	na	na	na	na	na
盈利能力比率 (%)					
毛利率	27	23	27	26	28
归母净利率	(27)	(14)	(14)	(13)	(8)
净资产收益率	(13)	(7)	(7)	(7)	(7)
资产回报率	(10)	(6)	(6)	(6)	(5)
投资资本回报率	(14)	(8)	(11)	(10)	(9)
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	79	52	36	25	39
EBIT增长率	61	(16)	(33)	92	(3)
归母净利润增长率	9	20	(29)	(14)	NA
偿债能力指标					
资产负债率	17	22	15	20	24
流动比率	384	318	572	422	342
速动比率	382	315	566	416	333
现金比率	44	186	297	210	134
经营效率指标					
应收帐款周转天数	48	39	45	47	52
应付帐款周转天数	210	153	133	134	135
存货周转天数	3	5	9	12	14

E=浦银国际预测
资料来源: Bloomberg, 浦银国际预测

● 阿里健康 (241.HK)

财务报表分析与预测 - 阿里健康

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	9,596	15,518	23,927	34,572	46,575
收入成本	(7,365)	(11,901)	(18,304)	(26,448)	(35,630)
毛利	2,231	3,617	5,623	8,124	10,945
履约	(1,098)	(1,619)	(2,632)	(3,803)	(5,030)
销售及市场推广开支	(723)	(1,222)	(1,795)	(2,420)	(3,027)
行政开支	(220)	(294)	(431)	(588)	(745)
产品开发开支	(253)	(424)	(598)	(864)	(1,164)
其他收入及收益	161	406	718	864	932
其他开支	(34)	(22)	0	0	0
经营利润	65	442	885	1,314	1,910
财务费用	(22)	(2)	(2)	(3)	(4)
合资公司	(13)	(12)	(24)	(15)	(20)
联营公司	(21)	(27)	(48)	(35)	(47)
除税前利润 (亏损)	9	401	812	1,261	1,839
所得税开支	(25)	(59)	(134)	(208)	(303)
本年度净利润 (亏损)	(16)	343	678	1,053	1,535
- 归属于非控股权益	(9)	(6)	(12)	(18)	(26)
- 归属于母公司拥有人	(7)	349	689	1,071	1,562

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
存货	1,217	1,469	2,343	2,005	3,852
应收账款及应收票据	325	314	1,391	1,072	2,246
预付账款、其他应收款项及其他资产	413	770	1,066	1,586	1,987
以公允价值计量且其变动计入损益之金融资产	402	0	0	0	0
受限现金	60	11	11	11	11
抵押存款	0	0	0	0	0
现金及现金等价物	2,595	11,637	10,040	13,178	12,249
流动资产总额	5,013	14,200	14,850	17,852	20,345
物业及设备	13	13	16	17	18
投资物业	11	0	0	0	0
使用权资产	59	39	37	35	33
其他无形资产	4	3	3	3	3
商誉	55	55	55	55	55
于合资公司之投资	111	99	75	60	40
于联营公司之投资	1,946	2,174	2,126	2,092	2,045
长期应收款项	22	10	69	7	95
指定为以公允价值计量且其变动计入其他全面收益之权益投资	173	163	163	163	163
以公允价值计量且其变动计入损益之金融资产	463	984	984	984	984
受限现金	0	0	0	0	0
长期存款	0	0	0	0	0
非流动资产总值	2,857	3,539	3,528	3,415	3,436
计息借贷	0	0	0	0	0
租赁负债	32	20	40	40	40
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	0	0	0	0	0
应付账款及应付票据	1,866	2,552	1,661	3,411	3,422
其他应付款项及应计费用	513	588	1,418	1,481	2,424
递延收入	0	0	0	0	0
合约负债	171	191	191	191	191
预收账款	0	0	0	0	0
客户垫款	0	0	0	0	0
应付税项	28	50	50	50	50
流动负债总额	2,610	3,401	3,359	5,173	6,127
计息银行贷款	0	0	0	0	0
租赁负债	38	17	20	43	67
递延税项负债	20	39	39	39	39
递延收益	0	0	0	0	0
非流动负债总额	58	57	59	82	106
股本	106	119	119	119	119
库存股份	(13)	(22)	(22)	(22)	(22)
储备	5,176	14,205	14,895	15,966	17,528
非控股权益	(67)	(20)	(32)	(50)	(77)
权益总值	5,203	14,282	14,959	16,013	17,548

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
除税前亏损	9	401	812	1,261	1,839
非经营性现金流	(44)	41	74	(150)	(195)
非现金支出	343	40	9	11	11
营运资金变动	230	245	(2,368)	2,012	(2,556)
其他	45	283	(136)	(10)	(44)
经营现金流	584	1,009	(1,609)	3,123	(944)
购买物业、厂房及设备	(8)	(10)	(10)	(10)	(10)
出售物业、厂房及设备	0	0	0	0	0
购置无形资产	(6)	0	0	0	0
购买金融资产	1,357	0	0	0	0
业务收购	(21)	0	0	0	0
注资联营公司	0	0	0	0	0
其他	23	(4,951)	0	2	2
投资现金流	1,345	(4,961)	(10)	(8)	(8)
发行新股	2,001	10,000	0	0	0
购回股份	(18)	0	0	0	0
银行贷款及其他借贷 / (还款)	(1,700)	(32)	22	23	24
其他	46	(1,046)	0	0	0
融资现金流	329	8,922	22	23	24
现金净流量	2,258	4,970	(1,597)	3,138	(928)

主要财务比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	(0.1)	2.6	5.1	7.9	11.6
每股净资产	0.4	1.1	1.1	1.2	1.3
每股经营现金流	0.0	0.1	(0.1)	0.2	(0.1)
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值 (x)					
P/E	NA	6	3	2	1
P/B	37	15	14	13	12
P/S	20	14	9	6	5
股息率 (%)	0	0	0	0	0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	23	23	24	24	24
净利润率	(0)	2	3	3	3
净资产收益率	(0)	4	5	7	9
资产回报率	(0)	3	4	5	7
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	88	62	54	44	35
营业利润增长率	NA	579	100	48	45
净利润增长率	83	NA	98	55	46
归母净利润增长率	92	NA	98	55	46
偿债能力指标 (%)					
资产负债率	33.9	19.5	18.6	24.7	26.2
流动比率	192.1	417.5	442.0	345.1	332.1
速动比率	143.1	374.0	372.0	306.1	269.0
现金比率	99.4	342.2	298.9	254.8	199.9
经营效率指标					
应收账款周转天数	14	8	14	13	13
应付账款周转天数	69	68	42	35	35
存货周转天数	45	41	38	30	30
总资产周转率	1	1	1	2	2
固定资产周转率	877	1,174	1,624	2,079	2,664

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团-浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合资格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(药明生物 2269.HK 及药明康德 603259.CH)的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(药明巨诺 2126.HK、兆科眼科 6622.HK、现代中药集团 1643.HK 及贝康医疗 2170.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com
852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com
852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼